



universität
wien

DISSERTATION

Titel der Dissertation

DELISTING

Verfasserin

Mag. Ruth Oberleitner LL.M.

angestrebter akademischer Grad

Doktorin der Rechtswissenschaften

Wien, 2010

Studienkennzahl lt. Studienblatt:

A 083 101

Dissertationsgebiet lt. Studienblatt:

Rechtswissenschaften

Betreuerin / Betreuer:

o.Univ.-Prof. Dr. Heinz Krejci

Vorwort

Die vorliegende Arbeit unternimmt den Versuch, die rechtliche Situation eines Emittenten an jenem Punkt einzufangen, wo er sich dazu entschlossen hat, sich von der Börse zu delisten.

Nach einem theoretischen und praktischen Einstieg in die Materie des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts zur Notierungsbeendigung liegt die Zielsetzung bei einer kritischen Auseinandersetzung mit den wenigen gesetzlichen Bestimmungen, die diese Materie regeln, und der praktischen Handhabung durch die Unternehmen.

Legistische Regelungsdefizite geben Anlass zur – seit vielen Jahren ungelösten Frage – ob und wie ein freiwilliges Delisting von der Wiener Börse auf Wunsch des Emittenten tatsächlich von Statten gehen kann. Den ungelösten Fragen schließen sich jene nach einem effektiven Minderheitenschutz an.

Durch eine Analyse der rechtlichen Situation sowie der täglichen Praxis soll die vorliegende Arbeit daher einen Gesamtüberblick über die Komplexität des Delisting ermöglichen und gesetzliche Änderungsvorschläge aufzeigen.

Ruth Oberleitner

Den besten Großvätern gewidmet.

Inhaltsverzeichnis

VORWORT	2
INHALTSVERZEICHNIS.....	4
LITERATURVERZEICHNIS	8
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	15
 KAPITEL 1	 19
EINLEITUNG – DEFINITION, MOTIVE UND VARIANTEN DES DELISTING.....	19
1. DELISTING UND GOING PRIVATE – EINE BEGRIFFSDEFINITION	20
2. BEING PUBLIC – DIE NOTIERUNG AN DER WIENER BÖRSE	24
2.1 Die Wiener Börse	24
2.2 Going Public	24
2.3 Öffentlich-rechtliches Zulassungsverhältnis	26
2.4 Privatrechtliches Vertragsverhältnis	27
3. BÖRSERECHTLICHE ZULASSUNGSKRITERIEN	28
3.1 Zulassungsvoraussetzungen nach Börsegesetz.....	28
3.2 Zulassungsfolgepflichten	29
3.3 Listungskriterien der Marktsegmentierung	29
3.3.1 prime market.....	29
3.3.2 mid market	30
3.3.3 standard market.....	31
4. MOTIVE	31
5. VOM GOING PUBLIC ZUM GOING PRIVATE – ZAHLEN.....	34
6. VARIANTEN DES DELISTING.....	35
 KAPITEL 2	 37
UNFREIWILLIGES DELISTING	37
1. GRÜNDE FÜR DEN WIDERRUF	37
1.1 Gebühren.....	37
1.2 Gesamtnominale und freie Handelbarkeit	38
1.3 Streubesitz und Insiderhandel.....	38
1.4 Unrichtige Angaben und täuschende Handlungen.....	39
2. WIEDERHOLTER VERSTOß GEGEN EMITTENTENPFLICHTEN	39
3. BESCHIEDMÄßIGE ENTSCHEIDUNG	40
4. ASPEKTE DER WIDERRUFSSENTSCHEIDUNG.....	41
5. RECHTE DER AKTIONÄRE	42

6.	WECHSEL UND BEENDIGUNG DER TEILNAHME AN EINEM MARKTSEGMENT	44
6.1	Beendigung der Teilnahme der Aktien am prime market.....	44
6.2	Beendigung der Teilnahme der Aktien am mid market	45
KAPITEL 3	49	
FREIWILLIGES – BEANTRAGTES – DELISTING	49	
1.	ALLGEMEINE ZULÄSSIGKEITSVORAUSSETZUNGEN.....	50
2.	DELISTING VON IM GEREGLTEN FREIVERKEHR GEHANDELTEN AKTIEN	51
3.	DELISTING VON IM AMTLICHEN HANDEL GELISTETEN AKTIEN.....	52
3.1	Kapitalmarktrechtliche Voraussetzungen	53
3.2	Verwaltungsrechtliche Zulässigkeit und Voraussetzungen	55
3.3	Gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit und Voraussetzungen	57
3.4	Aspekte des Anlegerschutzes	58
3.4.1	Aufrechterhaltung des Vertrauens in den Börseplatz.....	58
3.4.2	Transparenz.....	58
3.4.3	Aufrechterhaltung der Fungibilität.....	58
4.	FREIWILLIGE BEENDIGUNG DER TEILNAHME DES EMITTENTEN AN EINEM MARKTSEGMENT	59
4.1	Freiwillige Beendigung der Teilnahme der Aktien am prime market.....	59
4.2	Freiwillige Beendigung der Teilnahme der Aktien am mid market.....	59
5.	PROVOKATION EINES ZULASSUNGSWIDERRUFS DURCH DIE NOTIERTE GESELLSCHAFT 60	
5.1	Emissionsvolumen.....	61
5.2	Wertpapierstreuung	62
KAPITEL 4	64	
ZUSTÄNDIGKEIT DER HAUPTVERSAMMLUNG.....	64	
1.	ENTSCHEIDUNG HOLZMÜLLER	64
2.	ENTSCHEIDUNG MACROTRON	66
3.	ANALOGIE ZUM RECHTSFORMWECHSEL	69
3.1	Gravierende Strukturänderung im Innenleben der Gesellschaft.....	72
3.2	Marktverlust	73
3.3	Unanwendbarkeit des Übernahmerechts	75
3.4	Minderheitenschutz	76
3.5	Parallelen zum Squeeze-out	77
3.6	Contrarius actus zum Going Public	78
4.	ZUSAMMENFASSUNG.....	79

KAPITEL 5	81
AUSTRITTS- UND ABFINDUNGSRECHT DER AKTIONÄRE.....	81
1. DIE ENTSCHEIDUNG MACROTRON	83
2. US-AMERIKANISCHES APPRAISAL RIGHT.....	84
3. NACH ÖSTERREICHISCHEM RECHT	85
3.1 Verschmelzung.....	86
3.2 Spaltung.....	87
3.3 Übernahmerecht.....	90
3.4 Ein wichtiger Grund nach ABGB	93
3.5 Bankwesengesetz	93
3.6 EU-GesRÄG 2006	96
3.7 Umwandlung.....	97
3.8 Squeeze-out	97
4. BÖRSEWERT ODER UNTERNEHMENSWERT – DIE ERMITTLUNG EINER ANGEMESSENEN ABFINDUNG	98
5. WIRTSCHAFTLICHE ASPEKTE DES EMITTENTEN	101
6. DE LEGE LATA UND AUSBLICK DE LEGE FERENDA	102
 KAPITEL 6	 104
HERBEIFÜHREN DES DELISTING DURCH GESELLSCHAFTSRECHTLICHE MAßNAHMEN	104
1. VERSCHMELZUNG (GOING PRIVATE MERGER)	110
1.1 Überblick.....	110
1.2 Auswirkungen des Going Private Merger auf die Börsenzulassung	112
1.3 Hauptversammlungsbeschluss.....	113
1.4 Austritts- und Abfindungsrecht	114
1.5 Austritt und Abfindung bei Verschmelzung auf eine GmbH	114
1.6 Austritt und Abfindung bei Verschmelzung unter gleichen Rechtsträgern	115
1.7 Grenzüberschreitende Verschmelzung in der EU	118
2. FORMWECHSELNDE UMWANDLUNG.....	118
2.1 Beschluss der Hauptversammlung.....	119
2.2 Austritts- und Abfindungsrecht	120
2.3 Zusammenfassung	120
3. VERMÖGENSÜBERTRAGUNG MIT ANSCHLIEßENDER LIQUIDATION.....	121
3.1 Überblick.....	121
3.2 Vermögensübertragung.....	122
3.3 Auflösung der Gesellschaft und Liquidation	125
3.4 Abfindungsrecht.....	125
3.5 Zulassungsbeendigung	126

3.6	Zusammenfassung	126
4.	SPALTUNG	127
4.1	Hauptversammlungsbeschluss.....	128
4.2	Austritts- und Abfindungsrecht	128
5.	SQUEEZE-OUT.....	131
5.1	Bericht des Vorstands und des Hauptgesellschafters.....	132
5.2	Hauptversammlungsbeschluss.....	132
5.3	Ausschluss und Barabfindung.....	133
KAPITEL 7		137
INTERNATIONALE BETRACHTUNGEN DES KAPITALMARKTRECHTS IN DEN USA UND		
DEUTSCHLAND		137
1.	USA	137
1.1	Voluntary Delisting.....	139
1.2	Marktentlassung	140
1.3	Anleger-, Minderheitenschutz und Voraussetzungen des Voluntary Delisting	142
1.4	Delisting aufgrund der Verletzung von Continued Listing Requirements.....	143
2.	DEUTSCHLAND.....	145
3.	EU-VORGABEN	149
KAPITEL 8		151
ZUSAMMENFASSUNG UND RECHTSPOLITISCHER AUSBLICK		151
ANLAGE 1		153
ANLAGE 2		156
ANLAGE 3		165
ANLAGE 4		166

Literaturverzeichnis

Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börserechts, Wien 1998

Bachner, Squeeze-out durch nicht verhältnismäßige Spaltung, *ecolex* 2000/166

Bachl, Abfindungsberechtigte Minderheitsgesellschafter und steuerliche Verlustvorträge, *ecolex* 1996, 917

Bachl, Aktuelle deutsche Judikatur zur Ermittlung von Barabfindungen bei Umgründungen, *wbl* 2000, 293

Brauner, Die Rechte der Aktionäre beim Börsengang und Börsenrückzug ihrer Aktiengesellschaft, Berlin 2005

Burger/Ulbrich, Kapitalmarktorientierung österreichischer Unternehmen, *RWZ* 2005/52

CHSH, Getting the Deal Through – Private Equity 2007 (Austria)

DeAngelo/DeAngelo/Rice, Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth, *Journal of Law & Economics* vol. XXXVII, Chicago, October 1984

Dehn/Krejci, Das neue UGB, *SWK-Sonderheft*, Dezember 2004

Doralt, Übernahme – Wenn ein Unternehmen vom Kurszettel verschwindet, *Kleine Zeitung* 14.09.2007

Doralt/Nowotny/Kalss, Kommentar zum Aktiengesetz, Wien 2003

Edelmann, Going Public in Österreich, Wien 2003

Feuchtmüller/Lucius/Schaffer, Das Börsegesetz, Wien 1993

Fida/Steindl, Ungeschriebene Zuständigkeiten der Hauptversammlung – Auswirkungen des „Gelatine“-Urteils des BGH für Österreich, RdW 2005/179

Franke, Börse: Zwischen Delisting und neuer Hoffnung, Die Bank (Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis) 2004

Funke, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim „kalten“ Delisting, Berlin 2005

Gross, Kapitalmarktrecht, München 2006

Gruber, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 107

Gruber, Börsenzulassung von Holdinggesellschaften, wbl 1991, 155

Hackstein, Going Private, der Rückzug von der Wiener Börse, Wien 2001

Haeseler, Aktienrückkauf und Verwendung eigener Aktien, RZW 2000, 56

Harrer, Ausschließung, Austritt und Kündigung im Recht der GmbH, Festschrift Frotz (1993) 275

Heidinger, Das österreichische Aktienruckerwerbsgesetz, ÖBA 1999, 640

Heidinger/Schneider, AktG, Wien 2007

Heine, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting. Ein Rechtsvergleich zwischen Deutschland und den USA, Köln 2003

Henze, Delisting, Baden-Baden 2002

Hlawati/Birkner/Graf, Abwehrmaßnahmen gegen Hostile Takeovers, ecolex 2000, 84

Hoffmann-Becking, Münchner Handbuch des Gesellschaftsrechts, München 1999

Holoubek/Lang, Rechtsprechungsübersicht Verfassungsgerichtshof, ecolex 2003, 286

Holzapfel/Pöllath, Unternehmenskauf in Recht und Praxis, Köln 2000

Huber, Übernahmegesetz, Wien 2007

Jabornegg/Strasser, AktG⁴ Wien 2002

Kaindl, Das Pflichtangebot im ÜbG, Wien 2001

Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 366

Kalss/Eckert, Änderungen im Aktien- und GmbH-Recht durch das GesRÄG 2007, GesRZ 2007, 222

Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht, Wien 2005

Kalss/Winner, Umgründungs- und Übernahmerecht – Versuch einer Synthese, ÖBA 2000, 51

Kalss/Wessely, Die Rechte des Aktionärs, Wien 1994

Kalss/Zollner, Anwendungsbereich und Überwachung des deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, SWI 2001, 491

Kalss/Zollner, Stück- und Namensaktien aus börserechtlicher Sicht, ÖBA 2002, 595

Klement, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 11

Klement, BHG nimmt zu den aktienrechtlichen Voraussetzungen eines Delisting Stellung, Ergänzung Going Private – Delisting – 2P2, wbl 2003, 312

Klement, Checkliste: Gesellschafterausschluss nach dem Gesellschafterausschlussgesetz, ecolex 2006

Kohlik, Ausgewählte Aspekte von Going Private Transaktionen unter besonderer Berücksichtigung der Dekotierung (Delisting), Dissertation, Bamberg 2005

Koppensteiner, Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht, JBl 2003, 707

Koppensteiner, Einige Fragen zum „Squeeze-out“, GeS 2006/143

Krolop, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting), Berlin 2005

Kruse, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften, Frankfurt am Main 2003

Luschin/Warzecha/Salcher, Der Gang an die Börse, Wien 2004

Nowotny, Zur Auslegung des Übernahmegesetzes, RdW 2000, 330

Öhlinger, Verfassungsrecht⁶, Wien 2005

Oppitz, Die Börse im System des öffentlichen Rechts, Wien 1996

Ott, Der Rückzug von der Börse, Frankfurt am Main 2005

Poppmeier-Reisinger, Handbuch Börsegang, Wien 2002

Richard/Weinheimer, Handbuch Going Private, Heidelberg 2002

Rieder/Varga, Übernahmerecht in der Wirtschafts- und Finanzkrise, Newsletter 2/2009 der Anwaltskanzlei Dorda Brugger Jordis

Rüffler, Die übertragende Auflösung als Beispiel für die analoge Anwendung des Umwandlungsrechts, wbl 2001, 347

Ruhm, Praxisleitfaden zum Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern, ecolex 2007, 353 und Checkliste ecolex 2006, 912

Schaller, Die Wiener Börse in einem global schwierigen Marktumfeld, ÖBA 2009, 83

Schärf, Rechtsprobleme beim „Going Private“ einer börsennotierten Aktiengesellschaft, GesRZ 1995, 44

Schartel/Scheriau, Going Public – rechtliche Grundlagen in Österreich zur Aufbringung von Eigenkapital über den österreichischen Kapitalmarkt, SWK 1993, B1

Schlößler, Delisting auf Initiative des Emittenten, München 2003

Schneider, Der Erwerb nach § 65 Abs 1 Z 9 AktG und das „stock repurchasing“ im amerikanischen Recht, ZfRV 2000, 181

Schwarz, Zuständigkeit der Hauptversammlung zu Strukturmaßnahmen, ecolex 1997, 667

Siemens, Going Private unter Beteiligung von Finanzinvestoren in Deutschland, Wiesbaden 2003

Steck, Going private über das UmwG – Das Gesellschaftsrecht des kalten Delisting, Universität Osnabrück

Terlitz, Neues vom Squeeze-out: Die Vorgaben der Übernahme-Richtlinie und das Mindestbeteiligungserfordernis im spaltungsrechtlichen Überprüfungsverfahren, GeS 2005, 71

Torggler, Zur sogenannten materiellen Beschlusskontrolle insbesondere bei der Umwandlung (Teil I), GeS 2006, 58

Torggler, Zur sogenannten materiellen Beschlusskontrolle insbesondere bei der Umwandlung (Teil II), GeS 2006, 109

Von Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2008

Weber, Kapitalmarktrecht, Wien 1999

Wertheimer, The Shareholders' Appraisal Remedy and how Courts determine Fair Value, 47 *Duke L. J.* 613

Winner, Wert und Preis im neuen Recht des Squeeze-out, JBI 2007, 434

Zib/Verweijen, Das neue Unternehmensgesetzbuch, Wien 2006

Zollner, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht (Teil I), GeS 2004, 140

Zollner, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht (Teil II), GeS 2004, 208

Abkürzungsverzeichnis

aA	anderer Ansicht
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch
Abs	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AMEX	American Stock Exchange
Art	Artikel
APA	Austria Presse Agentur
BA-CA	Bank Austria - Creditanstalt
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	(deutscher) Bundesgerichtshof
BMF	Bundesminister(ium) für Finanzen
BMWA	Bundesminister(ium) für wirtschaftliche Angelegenheiten
BörseG	Börsegesetz 1989
BörsG	(deutsches) Börsengesetz
bspw	beispielsweise
BWG	Bankwesengesetz
EBO	Employee-Buy-Out
EG	Europäische Gemeinschaften
etc	etcetera
EU	Europäische Union
FMA	Finanzmarktaufsicht
FN	Fußnote
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
gem	gemäß
GeS	Gesellschaft Aktuell
GesAusG	Gesellschafter-Ausschlussgesetz
GesRÄG	Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz
GesRZ	Der Gesellschafter (Zeitschrift für Gesellschaftsrecht)

GG	(deutsches) Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland
ggf	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GP	Gesetzgebungsperiode
GZ	Geschäftszahl
Hg	Herausgeber
IAS	International Accounting Standards
idgF	in der geltenden Fassung
idR	in der Regel
ieS	im engeren Sinn
iHd	in Höhe des
insb	insbesondere
iVm	in Verbindung mit
IPO	Initial Public Offering
KMG	Kapitalmarktgesetz
KMU	Klein- und Mittelunternehmen
leg cit	legis citatae, der zitierten Vorschrift
LBO	Leveraged-Buy-Out
LG	Landesgericht
Lit	Literatur
Mat	Materialien
max	maximal
MBI	Management-Buy-In
MBO	Management-Buy-Out
mE	meines Erachtens
Mio	Millionen
mwN	mit weiteren Nachweisen
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations System
NYSE	New York Stock Exchange

OBO	Owner-Buy-Out
OGH	Oberster Gerichtshof (Österreich, Wien)
OLG	Oberlandesgericht
OTCBB	Over the Counter Bulletin Board
P2P	Public to Private
RL	Richtlinie
RV	Regierungsvorlage
Rz	Randziffer
SEA	Securities Exchange Act 1934
Sec	Section
SEC	Securities and Exchange Commission
SOA	siehe SOX
SOX	Sarbanes-Oxley-Act of 2002
SpaltG	Spaltungsgesetz
ua	unter anderem
ÜbG	Übernahmegesetz
ÜbK	Übernahmekommission
ÜbRÄG	Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006
UGB	Unternehmensgesetzbuch
US	United States of America
US-GAAP	US-Generally Accepted Accounting Principles
VfGH	Verfassungsgerichtshof (Österreich)
VwGH	Verwaltungsgerichtshof (Österreich)
vgl	vergleiche
wbl	Wirtschaftliche Blätter
Wiener Börse	Wiener Börse AG
WpHG	(deutsches) Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	(deutsches) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
zB	zum Beispiel

„Gerade dann, wenn Unternehmen unter großem Anleger- und Medieninteresse den unternehmerischen Schritt an die Börse wagen, denkt man selten daran, dass Unternehmen auch wieder vom regulierten Kapitalmarkt verschwinden können. Die Wege dorthin unterscheiden sich allerdings ebenso grundlegend voneinander, wie die dahintersteckenden Motive.“

Univ.-Prof. Peter Doralt, Leiter der Übernahmekommission

Kleine Zeitung, Börse Express Nr 1, 14.09.2007

Kapitel 1

Einleitung – Definition, Motive und Varianten des Delisting

Delisting bezeichnet die Beendigung der Zulassung von zum Börsehandel zugelassenen Wertpapieren.¹ Es handelt sich um den technischen *contrarius actus* zum *Listing* – der Zulassung von Aktien zum Amtlichen Handel, dem Handel im Geregelten Freiverkehr und zum Dritten Markt der Wiener Börse.

Die vorliegende Arbeit erörtert die Arten des Delisting von der Wiener Börse. Einleitend wird ein Überblick über das Delisting und seine Gründe gegeben; im Anschluss werden die einzelnen Varianten und deren rechtliche Rahmenbedingungen erläutert. Dabei soll sich die Arbeit nicht auf die gesetzlich vorgesehenen Möglichkeiten beschränken, sondern auf die tatsächliche Praxis Bezug nehmen und diese eingehender beleuchten.

Die kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen des Delisting sind – bis auf einige wenige Tatbestände – tatsächlich weitgehend ungeregelt. Zu den wenigen ausdrücklichen Bestimmungen gesellen sich daher seit Jahren Auslegungsversuche der Lehre – mit unterschiedlichem Ergebnis. Die Rechtsprechung hat sich bislang noch nicht zu diesem Thema geäußert. Daher kann in der Beratungspraxis nicht mit Sicherheit gesagt werden, ob die eine oder andere seit Jahren praktizierte Methode, ein Delisting herbeizuführen, tatsächlich zulässig ist. Insb zu einem freiwilligen Delisting (auf Antrag des Emittenten) kann nicht geraten werden, da die Börse einem solchen unter Hinweis auf die mangelnde gesetzliche Regelung noch immer ablehnend gegenüber steht: Ein freiwilliges Delisting ist (derzeit noch) nicht möglich.

Es zeigt sich, dass die gängigen Methoden zur Herbeiführung eines Delisting keineswegs jene sind, die vom Gesetzgeber primär dazu geschaffen wurden, um eine Notierungsbeendigung herbeizuführen. Die Delisting geneigten Gesellschaften bedienen sich in der Praxis überwiegend erprobter gesellschaftsrechtlicher Umstrukturierungsmaßnahmen, die in der Folge ein Delisting nach sich ziehen;

dies ist angesichts der weitgehend unklaren Rechtslage nicht weiter verwunderlich.

Im Anschluss an das geregelte Delisting (Verstoß gegen zulassungs- oder börserechtliche Bestimmungen) wird daher auf die Möglichkeit eines freiwilligen Delisting eingegangen.

Auch die gesellschaftsrechtlichen Erfordernisse im Hinblick auf einen Börserückzug, insb das Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung sowie der Minderheitenschutz, werden diskutiert.

1. Delisting und Going Private – eine Begriffsdefinition

Delisting bedeutet wörtlich das „Streichen von bzw aus einer Liste“ und wird aus dem Englischen mit „Einstellung der Börsenotierung“ übersetzt.² Das Zulassungs- und Notierungsverhältnis wird beendet, die Gesellschaft zieht sich von der Börse zurück (Going Private).

Aufgrund der Vielfältigkeit der Begriffsverwendung in wirtschaftlicher und rechtlicher Hinsicht werden folgende Bezeichnungen häufig in synonyme Anwendung für den Vorgang des Delisting verwendet: Rückzug des Unternehmens von der Börse³, *Going Private*, *Taking Private*, *Public to Private* (P2P)⁴.

Der Vorgang des Going Private einer Aktiengesellschaft (AG) umfasst jedoch mehr als die bloße Beendigung der Zulassung von Wertpapieren zum Handel: Er bezeichnet den vollständigen Rückzug einer AG von allen Börsen und Börse-

¹ Henze, Delisting 23.

² Merriam Webster Online Dictionary: „to remove from a list“, especially: „to remove (a security) from the list of securities that may be dealt in on a particular exchange“, <http://www.m-w.com/cgi-bin/dictionary?book=Dictionary&va=delisting> (23.07.2009); Wiener Börse Glossary: „Die Notierungslöschung eines an der Börse gelisteten Wertpapiers“, <http://www.wienerborse.at/beginner/lexicon/4/568b> (23.07.2009).

³ Das Delisting ist das technische Instrument, mit welchem der Rückzug von der Börse herbeigeführt wird.

⁴ So auch in der Praxis des US-Kapitalmarktrechts, wo der Begriff Going Private unterschiedliche Bedeutungen umfasst, siehe dazu: *Heine*, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting 11; *Krolop*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt 5; *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 11 und 312; *Gross*, Kapitalmarktrecht §§ 42, 43 Rz 12.

segmenten im In- und Ausland, an denen sie notiert (*Complete Going Private*). Going Private ist der *contrarius actus* zum *Going Public* oder *Initial Public Offering* (IPO), welches zum erstmaligen Börsengang einer Gesellschaft und damit der Verbreiterung des Aktionärskreises über den organisierten Börsehandel führt (geschlossene AG wird zur börsennotierten Publikumsgesellschaft).⁵

Brauner beschreibt die erstmalige Verbreiterung der Wertpapiere über den Kapitalmarkt als:

„Organisations-Prozess, in dessen Verlauf Aktien des Emittenten auf seinen Antrag hin zum Handel unter Benutzung der jeweiligen Börse mit ihren Einrichtungen zugelassen und dort tatsächlich in den Handel eingeführt werden“.⁶

Vom IPO zu unterscheiden ist das *Going Public* zB durch *Reverse Merger*: Hier wird ein nicht börsennotiertes Unternehmen mit einem börsennotierten Unternehmen verschmolzen, wodurch die Börsennotierung durch das *Being Public* der anderen Gesellschaft letztlich durch die Hintertür erreicht werden kann.

Beim *Going Private* hingegen erfolgt die Rückführung der börsennotierten Gesellschaft in die Herrschaft eines geschlossenen Personenkreises (personalistische Privatgesellschaft). Die ursprünglich börsennotierte Gesellschaft (*Public Company*) verwandelt sich durch den vollständigen Börse(n)rückzug (im In- und Ausland) wieder in eine private.

Unter *Going Private* wird manchmal auch ein Vorgang bezeichnet, den man als *Going Private* im weitesten Sinn betrachten kann: Eine Publikumsgesellschaft wird durch die Verringerung der Anzahl ihrer Aktionäre in die Herrschaft eines geschlossenen Personenkreises zurückgeführt, wobei es in Folge zu einem Börs Austritt bzw einem Entfallen der Notierung kommen kann. Der Börs austritt

⁵ Definition der SEC: „IPO stands for initial public offering and occurs when a company first sells its shares to the public.“ (<http://www.sec.gov/answers/ipo.htm>, 23.07.2009).

⁶ *Brauner*, Die Rechte der Aktionäre beim Börsengang und Börsenrückzug ihrer Aktiengesellschaft 20 f.

muss aber nicht notwendige Voraussetzung oder Folge eines Going Private im hier genannten Sinn sein.

Eine weitere Möglichkeit der Begriffsbetrachtung des Going Private vor allem im angelsächsischen Raum ist die Überführung einer Gesellschaft von staatlichem in privates Eigentum (Privatisierung). Ebenfalls unter die Definition des Going Private lässt sich – nach der Lit – die Herauslösung eines Teiles aus einem börsennotierten Unternehmen und in Folge dessen Einbringung in eine nicht börsennotierte Gesellschaft subsumieren. Diese Begriffsdefinitionen sollen jedoch nicht Gegenstand der vorliegenden Arbeit sein.⁷

Das Delisting als „technischer Vorgang“ geht mit dem Going Private als Nebeneffekt einher, ist dabei jedoch idR dessen Hauptzweck.⁸ Der Begriff des Going Private umfasst noch mehr: Neben der Zulassungsbeendigung von Wertpapieren ist dies auch die Notierungsbeendigung – sowohl an der Wiener Börse als auch an allen anderen im Ausland notierten Börsen. Man kann sagen, dass es sich bei Going Private um einen speziellen Fall des Delisting handelt, der auf ein bestimmtes wirtschaftliches Ziel gerichtet ist.⁹ Die Folge des Going Private ist ein Verlust des Börsenmarkts und dadurch bedingt die Unanwendbarkeit des Börserechts inklusive des Übernahmerechts.

Siemens bezeichnet ein Going Private als:

„ (...) eine Transaktion, bei der mit dem Ziel der Konzentration der Gesellschafteranteile in wenigen Händen und unter vollständiger Aufgabe der Börsennotierung (Delisting) die Eigentümerstruktur einer Gesellschaft reorganisiert wird, wobei die ergriffenen Maßnahmen in einem sachlichen oder zeitlichen Zusammenhang stehen. Im

⁷ Heine, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting 10; Richard in Richard/Weinheimer, Handbuch Going Private 25; Kruse, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften 18.

⁸ Hackstein, Going Private 25, der Delisting als rein technischen Vorgang – den Vorgang der Notizlöschung – im Gegensatz zum Going Private, das auch die dazu notwendigen Maßnahmen des Börserückzuges bezeichnet, betrachtet.

⁹ Krolop, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt 6; Hackstein, Going Private 25.

Ergebnis wird dabei eine börsennotierte Publikumsgesellschaft in eine nicht mehr börsennotierte private Gesellschaft umgewandelt.“¹⁰

Sofern nicht ausdrücklich anders ausgeführt, wird im Folgenden davon ausgegangen, dass sich eine inländische AG von der Wiener Börse, an der sie notiert, vollständig zurückziehen will.

Je nach Initiatoren und Art der Finanzierung des Going Private lassen sich ua *Management-Buy-out* (MBO)¹¹, *Management-Buy-In* (MBI)¹², *Owner-Buy-Out* (OBO)¹³, *Third-Party-Buy-Out*¹⁴, *Employee-Buy-Out* (EBO)¹⁵, *Leveraged-Buy-Out* (LBO)¹⁶ und *Going Private* durch Aktienrückkauf unterscheiden¹⁷. Kaufen die geschäftsführenden Gesellschafter ggf mit Unterstützung eines Investors die ausstehenden Anteile zurück, spricht man vom MBO bzw LBO; bei einem Anteilsaufkauf durch einen externen Investor von MBI.

Cash-out Merger (auch *Freeze-out* oder *Squeeze-out Merger*) als Verschmelzung, bei der den Aktionären Barabfindung gewährt wird, ist eine Alternative für die Herbeiführung eines Going Private. Der Aufkauf von Anteilsscheinen durch ein *Public Tender Offer* – den Aufkauf von Aktien an und außerhalb der Börse – ist eine Möglichkeit zur Einleitung und Durchführung eines Going Private-Prozesses; Umstrukturierungen des Unternehmens und deren Folgen eine andere.

¹⁰ *Siemens*, Going Private unter Beteiligung von Finanzinvestoren in Deutschland 15.

¹¹ Wird in der Literatur oft gleichgesetzt mit Going Private; bezeichnet einen Vorgang, in dem das Management eines Unternehmens als Käufer desselben auftritt.

¹² Der Buyout erfolgt durch Investoren, die zukünftig selbst das Management übernehmen wollen.

¹³ Going Private-Transaktion durch Teile der Alteigentümer initiiert.

¹⁴ Going Private durch finanz- oder strategische Investoren (bis zu diesem Zeitpunkt nicht beteiligte Eigentümergruppe).

¹⁵ Auch Employee Stock Option Plans (ESOP) als Buyout durch die Belegschaft.

¹⁶ Finanzierungstechnik eines Buy-out unter Verwendung eines hohen Anteils an Fremdkapital.

¹⁷ *Heine*, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting 12ff; *Siemens*, Going Private unter Beteiligung von Finanzinvestoren in Deutschland 145ff; *Kruse*, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften 20.

Zudem kann zwischen freundlichen Going Privates (zB MBO, LBO), die im Einklang mit dem Management über die Bühne gehen, und feindlichen, gegen den erklärten Willen des Managements durchgeführten Going Privates (feindliche Übernahmen, *Hostile Takeovers*) unterschieden werden.

2. Being Public – die Notierung an der Wiener Börse

2.1 Die Wiener Börse

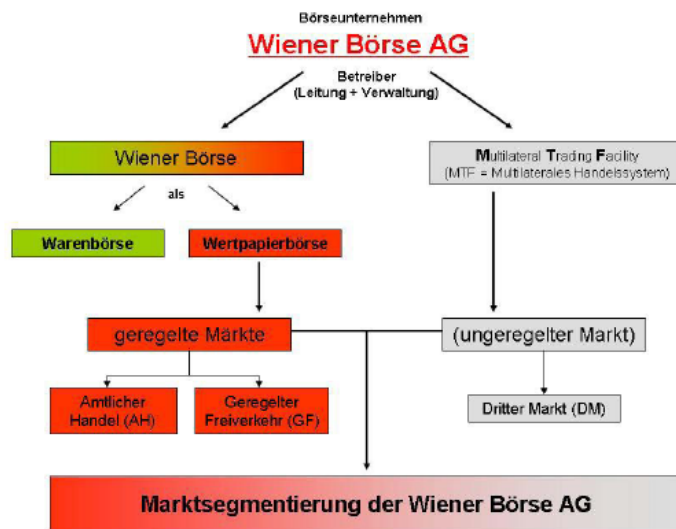
Die Wiener Börse AG leitet aufgrund der ihr mit Bescheid des Bundesministers für Finanzen (BMF) im Einvernehmen mit dem Bundesminister für wirtschaftliche Angelegenheiten (BMWA) vom 03.04.1998 erteilten Konzession die Wiener Börse als Wertpapier- und Warenbörse. Sie ist eine öffentlich-rechtlich eingerichtete Institution, welche neben Hoheitsaufgaben auch privatrechtliche Geschäfte besorgen kann.¹⁸ Die Konzession gilt als Konzession zum Betrieb von geregelten Märkten auf Grundlage der Bestimmungen des Börsegesetzes (§ 1ff BörseG).

2.2 Going Public¹⁹

Going Public bezeichnet den Gang an die Börse. Im Rahmen des Börsegangs werden die Aktien des Emittenten an der Wiener Börse als Wertpapierbörse an einem geregelten Markt (Amtlicher Handel oder Geregelter Freiverkehr) zum Handel zugelassen bzw in den von der Wiener Börse als Börseunternehmen betriebenen Dritten Markt einbezogen.

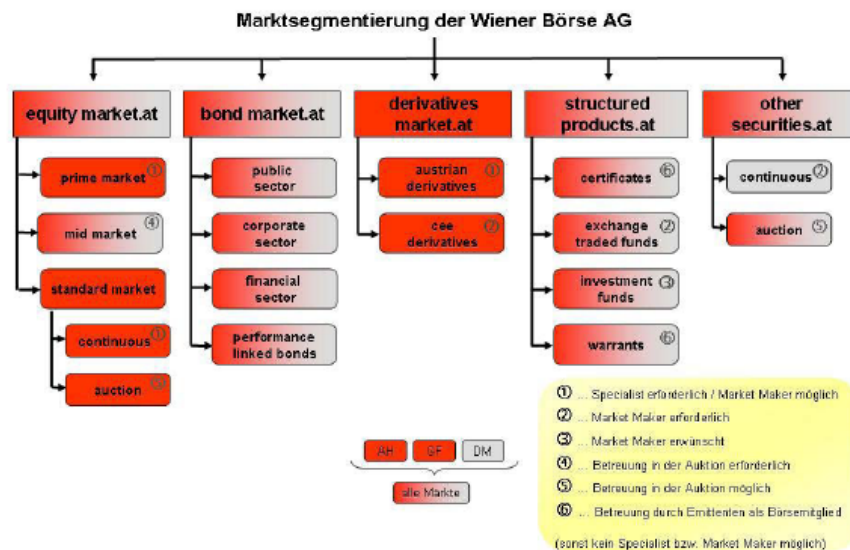
¹⁸ VfGH 13.12.1988, G169/88, V120/88.

¹⁹ *Wiener Börse AG*, Der Börsegang, Ausgabe 01.2006.



Graphik der Wiener Börse AG: Märkte²⁰

In der Marktsegmentierung gliedert sich der *equity market* als Aktienmarktsegment in die Segmente *prime market*, *mid market* und *standard market*.



Graphik der Wiener Börse AG: Marktsegmentierung²¹

²⁰ Bei der Darstellung handelt es sich um eine Graphik der Wiener Börse AG, veröffentlicht im Bericht „Marktsegmentierung der Wiener Börse AG“, online unter http://www.wienerborse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/marktsegmentierung.pdf, Seite 3 (23.07.2009). An der Graphik besteht urheberrechtlicher Schutz der Wiener Börse AG.

²¹ Bei der Darstellung handelt es sich um eine Graphik der Wiener Börse AG, veröffentlicht im Bericht „Marktsegmentierung der Wiener Börse AG“, online unter

In den *prime market* werden nur zum Amtlichen Handel oder Geregelten Freiverkehr zugelassene Aktienwerte einbezogen, welche erhöhte Zusatzanforderungen erfüllen.²² Die Aufnahmekriterien für *mid market*²³ und *standard market* sind reduziert.

Der Zulassung geht ein mehrphasiger Prozess mit der Feststellung der qualitativen Börsereife, Erstellung eines Emissionskonzepts, *Beauty Contest*, *Due Dilligence* inklusive Bewertung, Erstellung eines Emissionsprospekts und darauf folgender *Book Building-Phase*²⁴ bevor. Den Handelsbeginn krönt das schließlich erfolgreiche Going Public.

2.3 Öffentlich-rechtliches Zulassungsverhältnis

Das Zulassungsverhältnis zwischen Emittent (in- oder ausländische AG) und der Wiener Börse AG als beliehenem Unternehmen ist öffentlich-rechtlicher Natur.

Der Zulassungsantrag ist vom Emittenten beim Börseunternehmen gem § 72 Abs 1 BörseG mit den angeschlossenen erforderlichen Urkunden, Jahresabschlüssen der letzten drei Geschäftsjahre und dem Prospekt einzubringen.²⁵ Über diesen hat das Börseunternehmen nach Prüfung der Zulassungsvoraussetzungen mittels Bescheid zu entscheiden. Die Überprüfung beinhaltet eine materielle Prüfung der je nach Marktsegment variierenden, unterschiedlich streng angelegten Zulassungsvoraussetzungen und eine Kontrolle der mit einzurei-

http://www.wienerborse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/marktsegmentierung.pdf, Seite 4 (23.07.2009). An der Graphik besteht urheberrechtlicher Schutz der Wiener Börse AG.

²² Das Regelwerk prime market der Wiener Börse AG, online unter http://www.wienerborse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/regelwerk_midmarket.pdf, (23.07.2009), und das Börsegesetz 1989 regeln Aufnahmekriterien und Folgepflichten.

²³ Das Regelwerk mid market der Wiener Börse AG, online unter http://www.wienerborse.at/static/cms/sites/wbag/media/de/pdf/marketplace_products/regelwerk_midmarket.pdf (23.07.2009).

²⁴ In dieser Phase haben Investoren die Möglichkeit, Angebote zum Aktienkauf innerhalb einer festgelegten Preisspanne abzugeben. Anschließend wird der Preis festgesetzt, werden die Aktien zugeteilt und wird der Nachtrag zum Prospekt, beinhaltend Aktienpreis, Emissionserlös und -kosten, veröffentlicht.

²⁵ Ein Muster des Antrags zum Amtlichen Handel ist als Anlage 1 dieser Arbeit angeschlossen.

chenden Unterlagen.²⁶ Die Zulassung darf nicht die dem Anlegerschutz unterliegenden Interessen verletzen.²⁷

Erfüllt der Emittent alle Zulassungsvoraussetzungen, besteht seinerseits ein Anspruch auf Zulassung ohne Ermessen des Börseunternehmens.²⁸ Mit der stattfindenden Entscheidung (Zulassungsbescheid) wird das Zulassungs- und Notierungsverhältnis zum beantragten Marktsegment begründet. Die Zuordnung der Aktien zum Amtlichen Handel oder Geregelten Freiverkehr erfolgt nach den Bestimmungen des Börsegesetzes.²⁹

2.4 Privatrechtliches Vertragsverhältnis

Die Marktsegmentierung an der Wiener Börse mit den Segmenten *equity market*, *bond market*, *derivatives market*, *structured products* und *other securities* ist mangels gesetzlicher Regelung privatrechtlicher Natur. Die Aufnahme in ein Marktsegment beruht daher auf vertraglicher Grundlage.

Eine privatrechtliche Vereinbarung ist insb für die freiwillige Unterwerfung des Emittenten unter das Regelwerk *prime market* oder Regelwerk *mid market* und die damit verbundenen qualitativen Zusatzanforderungen für die Aufnahme das jeweilige Marktsegment vorgesehen, nach welcher sich der Emittent insb im *prime market* verpflichtet, die über das BörseG hinausgehenden Standards mit erhöhten Transparenz-, Qualitäts- und Publizitätskriterien einzuhalten.³⁰

Das Anbot auf Teilnahme der Wertpapiere am Handel erfolgt durch Übermittlung eines firmenmäßig unterfertigten „Vertrages über die Aufnahme“ in das spezifi-

²⁶ Vgl dazu bei nachträglicher Verletzung oder Wegfall der materiellen Zulassungsvoraussetzungen die Möglichkeit des Börseunternehmens, die Zulassung zu widerrufen; für eine umfassende materielle Prüfpflicht: *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 319.

²⁷ Vgl §§ 64 Abs 4 67 Abs 2, 69 Abs 2 und 73 Abs 2 BörseG.

²⁸ *Kalss/Zollner*, Stück- und Namensaktien aus börserechtlicher Sicht, ÖBA 2002, 595.

²⁹ Dem steht die Zulassung zum Dritten Markt gegenüber, welche nicht aufgrund formeller Zulassung zum Börsehandel, sondern nach Regelung der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Wiener Börse AG („Bedingungen für den Betrieb des Dritten Marktes“) erfolgt. Die Bestimmungen des BörseG gelten nicht für die zum Handel am Dritten Markt zugelassenen Finanzinstrumente.

³⁰ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 322.

sche Marktsegment samt Nachweisen über die Erfüllung der Aufnahmekriterien und -pflichten. Der Vorstand der Börse entscheidet über die Annahme des Angebots nach den in den Regelwerken festgelegten Voraussetzungen.

3. Börserechtliche Zulassungskriterien ³¹

3.1 Zulassungsvoraussetzungen nach Börsegesetz

	Geregelte Märkte	
	Antlicher Handel § 66a BörseG	Geregelter Freiverkehr § 68 BörseG
Gesamtnominale	mind. EUR 2,9 Mio.	mind. EUR 725.000
Publikumsstreuung	mind. Nominale EUR 725.000 (Nennwertaktien)	mind. Nominale EUR 181.250 (Nennwertaktien)
Publikumsstreuung Stück	mind. 10.000 Stück (Stückaktien)	mind. 2.500 Stück (Stückaktien)
Bestandsdauer	mind. 3 Jahre	mind. 1 Jahr
Jahresabschlüsse	der drei vorangegangenen vollen Geschäftsjahre	des vorangegangenen vollen Geschäftsjahres
Prospekt	gemäß § 74 BörseG	gemäß § 74 BörseG

Quelle: Wiener Börse AG³²

³¹ Siehe dazu *Poppmeier-Reisinger/Aktienforum* (Hg), Handbuch Börsegang 148 ff.

³² Bei der Darstellung handelt es sich um eine Tabelle der Wiener Börse AG, veröffentlicht im Bericht „Börserechtliche Zulassung“, online unter www.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/index.html (23.07.2009). An der Graphik besteht urheberrechtlicher Schutz der Wiener Börse AG.

3.2 Zulassungsfolgepflichten

	Geregelter Markt (Amtlicher Handel und Geregelter Freiverkehr)
Veröffentlichung von Jahresfinanzberichten (geprüft)	spätestens 4 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraumes gemäß § 82 Abs 8 BörseG, Rechnungslegung nach IFRS (im Falle eines Konzerns)
Veröffentlichung von Halbjahresfinanzberichten	spätestens 2 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraumes gemäß § 82 Abs 8 BörseG, Rechnungslegung nach IFRS (im Falle eines Konzerns)
Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen/ Quartalsberichten für das 1. und 3. Quartal	Zwischenmitteilungen: spätestens 6 Wochen nach Ablauf des Berichtszeitraumes gemäß § 82 Abs 8 BörseG oder wahlweise Quartalsberichte: spätestens 2 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraumes nach IFRS (im Falle eines Konzerns)
Ad-hoc Publizität	Ja, schriftliche Vorabmitteilung an Wiener Börse und FMA und Veröffentlichung gemäß § 82 Abs. 8 BörseG
Maßnahmen zur Verhinderung von Insidergeschäften (Emittenten-Compliance-Verordnung)	Ja, Verordnung der FMA
Directors' Dealing, Meldung von Änderungen der Beteiligungen von Organmitgliedern und leitenden Angestellten an die FMA	Ja, innerhalb von 5 Tagen nach Erreichen der Schwelle von EUR 5.000
Änderungen bedeutender Beteiligungen (§ 93 BörseG)	Veröffentlichung gemäß § 82 Abs 8 BörseG innerhalb von 2 Handelstagen

Quelle: Wiener Börse AG³³

3.3 Listungskriterien der Marktsegmentierung

Nach der Zuordnung der Aktien zum Amtlichen Handel oder Geregelten Freiverkehr nach dem Börsegesetz erfolgt die Eingliederung in die Marktsegmente. Ausschlaggebend für die Zuordnung zum *prime market*, *mid market* oder *standard market* im *equity market* sind insb die Kriterien der Transparenz, Publizität, Marktbetreuung und das jeweilige Handelssystem.

3.3.1 prime market

In das Segment *prime market* werden Aktienwerte einbezogen, die zum Amtlichen Handel oder im Geregelten Freiverkehr zugelassen sind und erhöhten vertragsrechtlich festgelegten Transparenz-, Publizitäts- und Qualitätskriterien (Regelwerk *prime market*) entsprechen.

³³ Bei der Darstellung handelt es sich um eine Tabelle der Wiener Börse AG, veröffentlicht im Bericht „Börserechtliche Zulassung“, online unter www.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/index.html (23.07.2009). An der Graphik besteht urheberrechtlicher Schutz der Wiener Börse AG.

Zulassungskriterien: Die Mindestanforderungen für Unternehmen im *prime market* sind ein Streubesitz von über 25 % und mindestens 20 Mio. EUR bzw ein Streubesitz unter 25 % und über 40 Mio. EUR.

Nur Stammaktien werden im *prime market* gelistet; ausländische Titel finden Zugang nach Entscheidung im Einzelfall. Voraussetzung für die Aufnahme ist weiters die Verpflichtung zur Einhaltung des Österreichischen *Corporate Governance Kodex*.

Folgepflichten: Im Rahmen der Folgepflichten des *prime market* ist die Rechnungslegung nach IAS³⁴ bzw US-GAAP³⁵ (SOA³⁶)-Richtlinien erforderlich. Ein Unternehmenskalender (*corporate action timetable*), aus dem ersichtlich ist, wann bspw eine Hauptversammlung, eine Analystenkonferenz oder die Bilanzpressekonferenz stattfinden werden, ist vor Jahresbeginn zu veröffentlichen. Weiters hat ein *prime market*-Emittent an ein elektronisches System angeschlossen zu sein, um seinen Verpflichtungen aus der *ad hoc*-Publizität nachkommen zu können und eine gleichmäßige Weitergabe von Informationen zu gewährleisten. Der jährliche Geschäftsbericht ist auf der eigenen Website zu veröffentlichen und dem Börseunternehmen zu übermitteln.

3.3.2 mid market

Für kleinere Unternehmen mit geringem Kapitalbedarf hat die Wiener Börse das Marktsegment *mid market* geschaffen, in welchem seit Juni 2007 Aktien von Emittenten der KMU-Zielgruppe zusammengefasst sind.

Der *mid market* ermöglicht Emittenten unter der Voraussetzung der Einhaltung analoger vertraglicher Verpflichtungen, wie sie sich aus dem BörseG ergeben, sowie zusätzlicher Transparenz-, Publizitäts- und Qualitätskriterien (Regelwerk *mid market*), Eigenkapital über den Kapitalmarkt aufzunehmen.

³⁴ International Accounting Standards.

³⁵ US-Generally Accepted Accounting Principles.

³⁶ Sarbanes Oxley Act of 2002.

Für die Aufnahme in den *mid market* verpflichten sich die Emittenten den für den Amtlichen Handel und den Geregelten Freiverkehr geltenden Anforderungen des Börsegesetzes 1989, sowie über die in den „Bedingungen für den Betrieb des Dritten Marktes“ geltenden Anforderungen hinaus zur Einhaltung zusätzlicher Qualitätskriterien.

Wesentliches Merkmal des *mid market* ist die Funktion eines sogenannten *Capital Market Coach*, welcher den Emittenten bei der Beantragung und für die gesamte Dauer der Zulassung beratend zur Seite steht.

Im Einzelnen sieht der Standardvertrag KMU Segment *mid market* der Wiener Börse³⁷ (siehe Anlage 2) folgende Regelung vor:

„Der Capital Market Coach hat den Emittenten im Zuge des Verfahrens zur Zulassung der Aktien an der Wiener Börse/Einbeziehung der Aktien in den Dritten Markt als MTF und der Einführung der Aktien in den mid market sowie danach während der Dauer der Teilnahme der Aktien am mid market laufend zu beraten und zu unterstützen, insbesondere was die Erfüllung der im Regelwerk mid market festgelegten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten betrifft.“

3.3.3 standard market

Im *standard market* befinden sich alle übrigen Aktien, die im Amtlichen Handel bzw im Geregelten Freiverkehr zugelassen werden, jedoch nicht den erhöhten Transparenz-, Publizitäts- und Qualitätskriterien entsprechen.

4. Motive

„Die Motive für ein Delisting sind vielfältig: eine Unterbewertung an der Börse, der Aufwand für eine Börsennotiz (Publizitätspflichten, Notierungskosten etc) oder

³⁷ Stand 2009. An dem Vertrag besteht urheberrechtlicher Schutz der Wiener Börse AG.

schlichtweg mehr unternehmerischer Spielraum für den Mehrheitsgesellschafter ohne ein Listing“, so Doralt.³⁸

Gerade die aktuelle weltweite Krise an den Aktienmärkten wird bei vielen Emitenten zur Überlegung führen, die Gesellschaft wieder als private AG ohne Börsennotiz weiterzuführen. Einer der Gründe für einen Rückzug von der Wiener Börse sehen die Investoren bei einer Mehrfachnotierung oftmals auch darin, Kapital zuerst von kleinen Börsenmärkten abzuziehen.

Die während erfolgreicherer Jahre populäre Praxis einer Notierung an den Börsenmärkten wird oftmals wegen der mehrheitlich befundenen Nachteile und hohen Kosten in den mageren Zeiten neu überdacht. Fallende Aktienkurse führen zu Imageverlusten und diese wiederum zu einer Einschränkung und Hemmnissen im Börsehandel. Es ergibt sich in Folge nicht selten der Wunsch des Emitenten, sich von der Börse wieder zurückzuziehen.

Trotz der positiven Einschätzung erweist sich die Gesellschaftsform der börsennotierten AG nicht in jeder Hinsicht als die optimale Organisationsform.

Wenn sich eine Gesellschaft von der Börse zurückzieht, intendiert sie damit regelmäßig einen Rückzug von bestimmten – dem Prestigegewinn der Notierung gegenüberstehenden – nachteilig empfundenen Folgen der Börsepräsenz.

Demgegenüber kann auch der Wunsch der Gesellschafter nach einem Rechtsformwechsel bestehen, wenn die strikten Bestimmungen des Aktienrechts das Handeln der Gesellschaft einschränken.³⁹ Andere Gründe wie zB eine Unternehmensstrukturierung durch sogenannte *Private Equity*-Gesellschaften⁴⁰, steuerliche Vorteile oder der Rückzug von der Börse als Mittel des *Squeeze out* sind ebenfalls möglich.

³⁸ Doralt, Übernahme – Wenn ein Unternehmen vom Kurszettel verschwindet, Kleine Zeitung 14.09.2007.

³⁹ Klement, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 12.

⁴⁰ Kruse, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften 15, 23f.

Vielfach wird Interesse daran bestehen, eine unterbewertete Zielgesellschaft mittels Investor zu erwerben – mit dem Ziel, diese später wieder gewinnbringend zu veräußern. Auch einem daran anschließenden erneuten Going Public steht nichts im Wege; andererseits reduziert der Rückzug von der Börse die Gefahr eines unerwünschten *Take-Over* im Rahmen einer feindlichen Übernahme.

Wesentlich für den Entschluss zu einem Delisting können weiters die laufenden Kosten für Notierung und Gebühren (*costs of being public*)⁴¹ sein: Erscheinen diese als (betriebs-) wirtschaftlich unrentabel, können durch den Rückzug erhebliche Kosten eingespart werden.

Ein nicht ganz unangenehmer Effekt des Delisting ist auch der Wegfall der börserechtlichen Publizitätspflichten⁴², der Zwischenberichterstattungen zur Erläuterung der Geschäftstätigkeit der AG (§ 87 BörseG) und Veröffentlichungspflichten gem § 82 Abs 4 BörseG.

Darüber hinaus können strategische Neuausrichtungen der Gesellschaft und geplante Neunotierungen an ausländischen Wertpapierbörsen von Bedeutung für eine Delisting-Entscheidung sein.

Diesen Vorteilen stehen die Nachteile einer fehlenden Börsepräsenz, welche vor allem die Privatanleger treffen, gegenüber. Bei der Veräußerung der Aktien werden diese von höheren Fungibilitäts- und Transaktionskosten und erschwerten Transaktionsbedingungen hinsichtlich der Suche potentieller Käufer (Marktfunktion) und der Preisfeststellung (Bewertungsfunktion) betroffen sein.⁴³

⁴¹ Erhöhte Anforderungen an das Rechnungswesen, Berichtswesen, Publikationen, Werbung, für Investor Relations, erhöhte Zeitaufwendungen des Vorstands, Personalkosten, Kosten für Hauptversammlungen, Zusatzleistungen für Aktionäre, Börsegebühren (zB gem §§ 2, 3 der Gebührenordnung der Wiener Börse: Benutzungsgebühren in Höhe von 0,00005% der in einem Kalenderjahr getätigten EUR-Börseumsätze in den vom Emittenten notierten Aktien im Kassamarkt und Erstzulassungs- und Notierungsgebühren in Höhe von 0,001% – jedoch mind EUR 3.625 und max EUR 107.500; des Weiteren Gebühren für Notierungsausdehnungen, Administrativgebühren, Transaktionsgebühren, Adjustmentgebühren) etc. Siehe dazu Klement, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 12.

⁴² Siehe dazu *Poppmeier-Reisinger/Aktienforum* (Hg), Handbuch Börse gang 217ff.

⁴³ Klement, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 12.

Dem Aktionär wird der Markt des Börsehandels genommen, an welchem er seine Aktien mit vergleichsweise geringem Aufwand veräußern kann. Darüber hinaus erleidet er Nachteile hinsichtlich der Erstattung von laufenden, aktuellen Informationen über die Gesellschaft und den Verlust des Schutzes des ÜbG.⁴⁴

Aus diesem Grund sollen im Rahmen dieser Arbeit auch die Rechte der Minderheitsaktionäre diskutiert werden, um einen hierdurch zu schaffenden Interessenausgleich zu untersuchen. Strukturänderungen sind jedoch auch für Minderheitsaktionäre nicht *per se* ungünstig, kann sich durch eine Unternehmenssanierung und wirtschaftliche Optimierung (für welche auch das Delisting ausschlaggebend sein kann) ein höherer Aktienwert entwickeln.

5. Vom Going Public zum Going Private – Zahlen

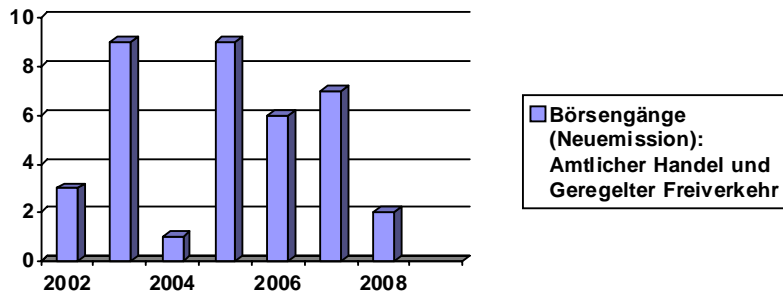
Während der ATX jahrelang in die Höhe kletterte und die IPOs und Marktkapitalisierung mit sich brachte, gab es aufgrund der vom US-Markt ausgehenden global schwierigen Finanzlage im letzten Jahr einen starken Rückgang. Die Marktkapitalisierung erfuhr 2008 an der Wiener Börse einen Rückgang um 66,37% von 157,9 Mrd. EUR per Ultimo 2007 auf 53,1 Mrd EUR per 30.12.2008.⁴⁵ Die IPOs reduzierten sich quasi auf Null und das Delisting zweier großer Unternehmen, der Bank Austria – Creditanstalt (mit rund 21 Mrd EUR) und der Böhler – Uddeholm (mit rund EUR 3,75 Mrd. EUR) trugen gravierend zum Rückgang der Marktkapitalisierung bei.⁴⁶

⁴⁴ *Brauner*, Die Rechte der Aktionäre beim Börsengang und Börsenrückzug ihrer Aktiengesellschaft 57; *Kruse*, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften 29f; *Krolow*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting) 17f; *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 13.

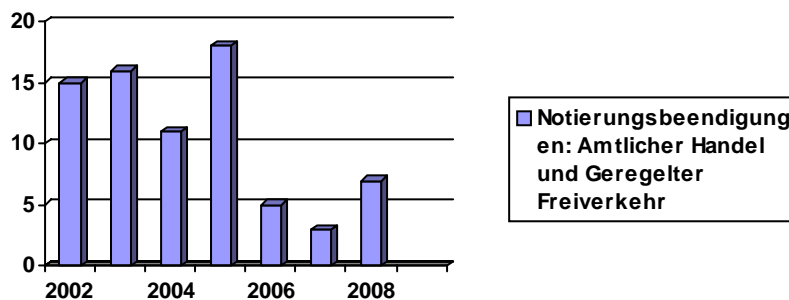
⁴⁵ *Schaller*, Die Wiener Börse in einem global schwierigen Marktumfeld, ÖBA 2009, 83.

⁴⁶ *Schaller*, Die Wiener Börse in einem global schwierigen Marktumfeld, ÖBA 2009, 83.

Neunotierungen an der Wiener Börse AG⁴⁷



Notierungslöschungen an der Wiener Börse AG⁴⁸



6. Varianten des Delisting

Durch den Begriff Delisting lassen sich unterschiedliche Vorgänge erfassen. Kapitalmarktrechtlich muss eine Differenzierung zwischen

- unfreiwilligem Delisting und
- freiwilligem Delisting

vorgenommen werden.

⁴⁷ Daten (Zahlen der Neunotierungen) als Grundlage für die Tabelle siehe Wiener Börse AG, online unter <http://www.wienerborse.at/investors/listings/newlistings-2009.html> (23.07.2009).

⁴⁸ Daten (Zahlender Notierungsbeendigungen) als Grundlage für die Tabelle siehe Wiener Börse AG, online unter <http://www.wienerborse.at/investors/listings/delistings-2009.html> (23.07.2009); siehe auch Anlage 4 zu dieser Arbeit.

Das unfreiwillige Delisting, auch „Delisting von Amts wegen“ oder „Zwangsdelisting“ genannt, stellt einen zwangsweisen Widerruf der Zulassung auf Betreiben der Börsenzulassungsstelle dar.

Das freiwillige Delisting hingegen beruht auf der freien Entscheidung des Unternehmens, sich von der Börse zurückzuziehen. Der freiwillige Rückzug von der Börse wird auch als echtes Delisting, reguläres Delisting oder *Hot Delisting* bezeichnet.

Eine Zulassungsbeendigung kann weiters mittelbar, als Folge einer gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierung des Emittenten, erfolgen. Diese Notierungsbeendigung wird allgemein als

➤ **unechtes Delisting**

oder auch *Cold Delisting* (kaltes Delisting) bezeichnet.

Diese Varianten sollen in den kommenden Kapiteln einer näheren Betrachtung und Untersuchung unterzogen werden.

Kapitel 2

Unfreiwilliges Delisting⁴⁹

Die Zulassung von Wertpapieren zum Amtlichen Handel oder Geregelter Freiverkehr an der Wiener Börse ist durch das Börseunternehmen zu widerrufen, wenn die kapitalmarktrechtlichen Zulassungserfordernisse nicht mehr vorliegen bzw der Emittent seine Zulassungsfolgepflichten nicht erfüllt und äußere Umstände die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts gefährden. Diese Art des Delisting ist aufgrund im Börsegesetz geregelter Tatbestände vorgesehen und erfolgt von Amts wegen.

Das unfreiwillige Delisting ist abschließend geregelt. Einzig die Frage nach den Rechten der Aktionäre, denen durch das Delisting die freie Veräußerbarkeit ihrer Aktien genommen wird, stellt sich. Aus Sicht der Börse und des Gesetzgebers wird diese mit Hinblick auf die Funktionstauglichkeit des Marktes jedoch nur subsidiär behandelt. Im Einzelnen:

1. Gründe für den Widerruf

Die Zulassung im Amtlichen Handel ist gem § 64 Abs 5 iVm § 66 Abs 8 BörseG von der Wiener Börse zu widerrufen, wenn ein Zulassungserfordernis nachträglich wegfällt oder der Emittent seine ihn aus dem Notierungsverhältnis treffenden Pflichten gem §§ 81 bis 87 und 91 bis 94 BörseG verletzt, beispielsweise die folgenden:⁵⁰

1.1 Gebühren

Für die Zulassung hat der Emittent eine Zulassungsgebühr zu entrichten: Diese bestimmt sich nach der vom Börseunternehmen im Einvernehmen mit der FMA aufzustellenden Gebührenordnung (§ 13 Abs 6 leg cit). § 81 BörseG regelt, dass das Börseunternehmen die Zulassung des Emittenten vom Nachweis der Ein-

⁴⁹ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 636, sprechen in diesem Zusammenhang von einem „Widerruf der Börsenzulassung“.

zahlung der Gebühr abhängig machen kann. Verletzt der Emittent diese sein Notierungsverhältnis betreffende Pflicht, kann das Börseunternehmen die Zulassung widerrufen.

1.2 Gesamtnominale und freie Handelbarkeit

Die Voraussetzungen der Höhe der Gesamtnominale der zur Zulassung beantragten Wertpapiere können verletzt oder die freie Handelbarkeit der Wertpapiere eingeschränkt werden. Die Gesamtnominale für im Amtlichen Handel gelistete Aktien beträgt mindestens EUR 2,9 Mio (§ 66a Abs 1 Z 2 BörseG), für im Geregelten Freiverkehr gehandelte Wertpapiere mindestens EUR 725.000 (§ 68 Abs 1 Z 2 BörseG). Eine Einschränkung der freien Handelbarkeit ergibt sich etwa als Folge eines Rechtsformwechsels des Emittenten in eine nicht notierungsfähige Gesellschaft (zB GmbH).

1.3 Streubesitz und Insiderhandel

Auch wenn dem Mindeststreubesitzkriterium nicht mehr entsprochen wird oder keine geeigneten Maßnahmen zur Hintanhaltung von Insidergeschäften getroffen worden sind, hat die Börse die Zulassung zu widerrufen. Gemäß § 82 Abs 5 BörseG hat jeder Emittent zur Hintanhaltung von Insidergeschäften bestimmte Vorkehrungen zur Verhinderung einer missbräuchlichen Verwendung oder Weitergabe von Insiderinformationen zu treffen. Die Publikumsstreuung beträgt mindestens 10.000 Stückaktien im Amtlichen Handel und 2.500 Stückaktien im Geregelten Freiverkehr (§ 66a Abs 1 Z 7 BörseG, § 68 Abs 1 Z 5 BörseG). Bei Nennwertaktien beträgt die Publikumsstreuung eine Nominale von mind EUR 725.000 im Amtlichen Handel, im Geregelten Freiverkehr mindestens EUR 181.250 (§ 66a Abs 1 Z 7 BörseG, § 68 Abs 1 Z 5 BörseG).

⁵⁰ Zulassungserfordernisse sind in den §§ 66 a, 70 bis 73 und 82 Abs 5 BörseG geregelt; § 64 Abs 4 BörseG bestimmt überdies, dass die Zulassung aufgrund der rechtlichen oder wirtschaftlichen Verhältnisse des Emittenten die schutzwürdigen Interessen des Anlage suchenden Publikums verletzen kann.

1.4 Unrichtige Angaben und täuschende Handlungen

Die Zulassung ist zu widerrufen, wenn sich nachträglich herausstellt, dass diese durch unrichtige Angaben oder täuschende Handlungen herbeigeführt oder sonstwie erschlichen wurde (§ 64 Abs 5 BörseG).⁵¹

2. Wiederholter Verstoß gegen Emittentenpflichten

Nicht jede Pflichtverletzung in jedem Marktsegment führt zu einem sofortigen Delisting. Als Kulanzregelung bestimmt § 64 Abs 5 Satz 2 BörseG, dass der Emittent zuvor unter Setzung einer angemessenen Nachfrist zur Herstellung des gesetzmäßigen Zustands aufgefordert werden kann, sofern der Anlegerschutz gewahrt bleibt. In diesem Fall ist die Zulassung erst nach erfolglosem Fristablauf zu widerrufen.

Eine beharrliche Verletzung der Zulassungsvoraussetzungen bzw ein ungenützter oder erfolgloser Fristablauf führt jedenfalls zum endgültigen Widerruf durch das Börseunternehmen. Eine beharrliche Verletzung liegt nach Ansicht der Wiener Börse dann vor, wenn der Emittent trotz zweimaliger Aufforderung innerhalb einer gesetzten angemessenen Frist seinen gesetzmäßigen Pflichten nicht nachkommt.⁵² Für den Widerruf der im Regierten Freiverkehr zugelassenen Wertpapiere siehe die allgemeine Bestimmung des § 66 Abs 8 BörseG, wonach das Börseunternehmen die Zulassung eines Finanzinstruments zum Handel widerrufen hat, wenn die allgemeinen Zulassungsvoraussetzungen zum geregelten Markt gem § 66 Abs 1 bis 4 BörseG nicht mehr erfüllt sind. Wird die Zulassung zum Handel widerrufen, hat das Börseunternehmen seine Entscheidung in einem der Öffentlichkeit zugänglichen Medium zu veröffentlichen und die FMA vom Widerruf der Zulassung zu verständigen.⁵³

⁵¹ § 64 Abs 5 BörseG gilt für den Amtlichen Handel. Für den Regierten Freiverkehr ist § 66 Abs 8 BörseG maßgeblich, welcher die Anwendbarkeit von § 64 Abs 5 BörseG mit der Maßgabe bestimmt, dass für die Zulassungsvoraussetzungen des Regierten Freiverkehrs § 68 BörseG heranzuziehen ist.

⁵² Regelwerk prime market (Wiener Börse AG, 01.06.2008) 16.

⁵³ Aufgrund der allgemeinen Bestimmung und Klarstellung über den Widerruf der Zulassung in § 66 Abs 8 BörseG wurde der vormals für den Regierten Freiverkehr geltende § 67 Abs 3 BörseG mit BGBl I 2007/60 aufgehoben. Inhaltlich hat sich am Verfahren über den Widerruf der Zulassung eines an einem geregelten

Die Verträge mit der Wiener Börse sehen überdies regelmäßig Konventionalstrafen vor, die bei wiederholten Verstößen des Emittenten etwa gegen die im Regelwerk zum jeweiligen Marktsegment festgelegten Pflichten zu bezahlen sind. So sieht etwa der Standardvertrag KMU Segment *mid market* der Wiener Börse⁵⁴ (siehe Anlage 2) für den Emittenten für einen wiederholten Verstoß gegen eine Teilnahmevoraussetzung, Bedingung oder Folgepflicht folgende Konventionalstrafen vor, wenn der Emittent trotz Aufforderung nicht innerhalb der von der Wiener Börse gesetzten (angemessenen) Frist den vertraglich vereinbarten Zustand wieder herstellt.⁵⁵

Erster wiederholter Verstoß: Konventionalstrafe von EUR 1.000,—;

Zweiter wiederholter Verstoß: Konventionalstrafe von EUR 5.000,—;

Ab dem dritten wiederholten Verstoß: Konventionalstrafe von EUR 10.000,—.

Der Widerruf durch das Börseunternehmen ist als Sanktion zu betrachten, die in hohem Ausmaß eine Eingriffsmöglichkeit in die Publikumsfinanzierungen des Emittenten ermöglicht. Er stellt eine Maßnahme dar, die dann zum Zuge kommen soll, wenn andere verwaltungsrechtliche Durchsetzungsbehelfe wie Verwaltungsstrafen oder Aufträge zur Herstellung des gesetzmäßigen Zustands nicht mehr greifen.

3. Bescheidmäßige Entscheidung

Technisch erfolgt der Widerruf der Zulassung des Emittenten zum Handel seiner Wertpapiere am Börsemarkt mittels Bescheid.⁵⁶

Markt gehandelten Finanzinstruments durch den Entfall dieser Bestimmung nichts geändert (143 der Beilagen XXIII. GP – RV – Mat zu BGBl I 2007/60).

⁵⁴ Stand 2009.

⁵⁵ In diesem Zusammenhang ist jedoch zu beachten, dass die Beendigung der Teilnahme der Aktien des Emittenten am Marktsegment *mid market* (etwa nach fortgesetztem Verstoß) die Zulassung zum Amtlichen Handel oder zum Regierten Freiverkehr und die daraus resultierenden öffentlich-rechtlichen Rechte und Pflichten des Emittenten unberührt lässt.

⁵⁶ *Kalss/Zollner*, Stück- und Namensaktien aus börserechtlicher Sicht, ÖBA 2002, 595; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 637.

Formal ergibt sich das Bescheidkriterium aus der Möglichkeit, gegen eine Versagung oder den Widerruf der Zulassung Berufung an den beim BMF eingerichteten Berufungssenat zu erheben (§ 64 Abs 2 und § 67 Abs 5 BörseG).⁵⁷

Als dritte und letzte Instanz ist die Beschwerde an den VwGH vorgesehen (§ 64 Abs 3 BörseG).

Durch den Widerruf seitens des Börseunternehmens wird jeweils sowohl das öffentlich-rechtliche als auch das privatrechtliche Verhältnis zwischen dem Emittenten und der Wiener Börse beendet.⁵⁸

4. Aspekte der Widerrufsentscheidung

Auf kapitalmarktrechtlicher Ebene wird von Seiten des Börseunternehmens lediglich die Beziehung zwischen Emittent und Börsepublikum betrachtet. Stellt das gelistete Unternehmen eine Gefahr für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und der Anleger dar und ist ein ordnungsgemäßer Börsehandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet, erfolgt der Widerruf der Zulassung. Dazu der Verwaltungsgerichtshof in seiner Entscheidung vom 18.09.2000:

„Gem § 2 Abs 2 BörseG 1989 hatte die Börsekammer die ihr durch dieses Bundesgesetz übertragenen Aufgaben unter Bedachtnahme auf das volkswirtschaftliche Interesse an einem funktionsfähigen Börsewesen und auf die schutzwürdigen Interessen des anlagesuchenden Publikums zu besorgen.“⁵⁹

Bei dem Widerruf der Zulassung gem § 64 Abs 2 und § 67 Abs 5 BörseG handelt es sich nicht nur um ein Recht des beliebigen Börseunternehmens: Die Wiener Börse hat im Falle einer (beharrlichen) Verletzung der Zulassungsvoraussetzungen die Pflicht, die Zulassung des Emittenten zu widerrufen.⁶⁰

⁵⁷ BGBl I 2008/2 hat die Verfassungsbestimmung des § 64 Abs 2 und § 67 Abs 5 BörseG mit Wirkung zum 01.01.2008 zu einer einfachen bundesgesetzlichen Bestimmung gemacht.

⁵⁸ Regelwerk prime market (Wiener Börse AG, 01.06.2008) 17.

⁵⁹ VwGH 18.09.2000, 95/17/0103.

⁶⁰ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht 637: arg §§ 64 Abs 5: „Die Zulassung ist zu widerrufen (...)“.

Mit dieser Pflicht des Börseunternehmens, die Zulassung des Emittenten bei nachträglichem Wegfall des Zulassungserfordernis oder beharrlicher Pflichtverletzung zu widerrufen, korreliert daher der Anspruch des Emittenten auf Delisting. Dem Emittenten wird ein rechtliches und wirtschaftliches schutzwürdiges Interesse eingeräumt, das mit einem Anspruch des Emittenten auf Widerruf durchsetzbar ist.⁶¹

5. Rechte der Aktionäre

Die Aktionärsinteressen der zwangsdelisteten Gesellschaft werden gegenüber den öffentlichen Interessen nur subsidiär berücksichtigt. So sieht § 64 Abs 2 BörseG etwa vor, dass der Berufung gegen den Widerruf der Zulassung nur dann aufschiebende Wirkung zuerkannt werden darf, wenn dadurch der Anlegerschutz (im Allgemeinen) oder die Gewährleistung der Erfüllung der Börsegeschäfte nicht gefährdet werden, da die Zulassung nach hA kein subjektiv-öffentliches Recht des einzelnen Aktionärs auf den Börsehandel seiner Wertpapiere begründet.

Dennoch hat das Börseunternehmen gegen seine Entscheidung die Zulassung des Emittenten zu widerrufen auch die Interessen der schutzbedürftigen Minderheitsaktionäre abzuwägen bzw ggf zu wahren.⁶²

Die Frage, ob es durch die einseitige Beendigung des Zulassungs- und Notierungsverhältnisses zu einem Eingriff in das verfassungsrechtlich geschützte Eigentumsrecht der Aktionäre kommt und ob den Aktionären aus diesem Eingriff Rechte erwachsen wird von der Lehre überwiegend abgelehnt.⁶³

⁶¹ *Kalss/Zollner*, Stück- und Namensaktien aus börserechtlicher Sicht, ÖBA 2002, 596; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 638 argumentiert dies mit den aus der Börsenotierung resultierenden erheblichen rechtlichen und finanziellen Belastungen des Emittenten.

⁶² *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 637.

⁶³ Vgl *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 14.

Allgemein anerkannt ist, dass den Aktionären des delisteten Emittenten jedenfalls kein Recht auf Aufrechterhaltung der Börsenotierung zusteht.⁶⁴ Der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts wird hierbei der absolute Vorzug gegeben.

Der Widerruf der Zulassung, der im öffentlichen Recht seine Grundlage hat, findet seine Legitimität genauer betrachtet darin, dass die Börseteilnehmer vor einem nicht funktionstauglichen Handel ihrer Wertpapiere und einer negativen Kursentwicklung geschützt werden sollen.⁶⁵ Die Widerrufsmöglichkeit des Börseunternehmens hat eine den Börsemarkt reinigende Funktion. Dem Schutz von Minderheitsaktionären steht insofern der diesem vorgehende allgemeine Publikumsschutz eines funktionierenden Kapitalmarkts gegenüber.⁶⁶

Der Schutz der Aktionäre beim Delisting von Amts wegen beschränkt sich weitgehend auf den Schutz, der sich aus der Berücksichtigung der Belange des Anlegerpublikums ergibt.

Kalss/Oppitz/Zollner wollen dem gegenüber eine Interessensabwägung vorsehen, welche bei Einräumung einer Austrittsmöglichkeit der Aktionäre im Rahmen des Delisting die Anlegerinteressen jedenfalls als gewahrt sehen. So bestünde die Möglichkeit, den Aktionären das bevorstehende Going Private bekannt zu geben und vor Widerruf der Zulassung (für eine gewisse Zeit, etwa durch Setzen einer Nachfrist durch das Börseunternehmen) den Verkauf ihrer Anteile über den Börsemarkt zu realisieren oder einen Ankauf zum Marktwert durch den Emittenten anzubieten.⁶⁷ Dieselben gehen sogar so weit, bei rechtsmissbräuchlicher Pflichtverletzung durch den Emittenten⁶⁸ dem Aktionärsschutz den Vorrang zu geben und anstelle eines Delisting den Emittenten durch Strafsanktionen zur

⁶⁴ *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht (Teil I), GeS 2004, 141.

⁶⁵ *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 15.

⁶⁶ *Krolow*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting) 31ff.

⁶⁷ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 637.

⁶⁸ So etwa bei vorsätzlicher Verletzung von Emittentenpflichten, die einen Widerruf der Zulassung herbeiführen sollen.

Einhaltung der gesetzlichen Pflichten anzuhalten.⁶⁹ Diese dem Börseunternehmen eingeräumte Willkür über Rechtsmissbrauch des Emittenten zu entscheiden kann jedoch nicht mit dem Prinzip des funktionstauglichen Handels konform gehen, wonach der Publikumsschutz dem Schutz des Einzelaktionärs vorgeht.

6. Wechsel und Beendigung der Teilnahme an einem Marktsegment

Abgesehen von dem vollständigen Widerruf der Börsenzulassung kann die Wiener Börse bei Vorliegen eines wichtigen Grundes auch das bloße Vertragsverhältnis über die Aufnahme in ein bestimmtes Marktsegment auflösen. Da das öffentlich-rechtliche Zulassungsverhältnis zum Emittenten hierdurch jedoch grds unberührt bleibt, spricht man nicht von Delisting i.e.S.

Ogleich mit einer Beendigung des Vertragsverhältnisses auch der Widerruf der Zulassung einhergehen kann, besteht auch die Möglichkeit eines Börsesegmentwechsels (idR eines *downgrading* zum nächstniedrigeren Marktsegment).

Mit dem Widerruf der Zulassung der Wertpapiere des Emittenten zum Amtlichen Handel oder Geregelten Freiverkehr durch die Wiener Börse geht die Beendigung des privatrechtlichen Vertragsverhältnisses einher, nicht jedoch notwendigerweise umgekehrt. Nur im ersten Fall spricht man daher von Delisting. Zum umfassenden Verständnis werden in Folge die Kriterien zur Beendigung der Teilnahme an den Marktsegmenten prime market und mid market kurz erläutert.

6.1 Beendigung der Teilnahme der Aktien am prime market

Nach den am 01.06.2008 in Kraft getretenen Bestimmungen der Wiener Börse über die Beendigung der Teilnahme der Aktien am *prime market* (Regelwerk *prime market*⁷⁰) endet das Vertragsverhältnis automatisch bei Einleitung eines Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Emittenten. Gleiches gilt bei Eröffnung eines Verfahrens nach dem Unternehmensreorganisationsgesetz oder bei Verhängung der Geschäftsaufsicht.

⁶⁹ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht 637-638.

⁷⁰ Regelwerk prime market (Wiener Börse AG, 01.06.2008).

Bei wichtigem Grund behält sich die Wiener Börse vor, den Vertrag über die Aufnahme in den *prime market* mit sofortiger Wirkung aufzulösen. Als wichtiger Grund gilt ein Verstoß gegen die Teilnahmevoraussetzungen, -bedingungen und Folgepflichten, wie sie im Regelwerk festgeschrieben sind, sowie ein Widerspruch des Emittenten zu zumutbaren Änderungen dieser Pflichten durch die Wiener Börse.

Detaillierte Bestimmungen über die Beendigung der privatrechtlichen Vereinbarung über die Teilnahme am *prime market* enthält der Vertrag der Wiener Börse mit dem Emittenten.

6.2 Beendigung der Teilnahme der Aktien am mid market

Für die Beendigung der Teilnahme der Aktien am *mid market* gelten analoge Auflösungsbestimmungen. Diese sind mit 01.11.2007 als Regelwerk *mid market* der Wiener Börse in Kraft getreten. Zusätzliches wird im Vertrag zwischen Emittent und der Wiener Börse geregelt.

Der Standardvertrag KMU Segment *mid market* der Wiener Börse sieht folgende Regelung über die Beendigung des privatrechtlichen Vertrages über die Teilnahme der Aktien am *mid market* vor (siehe auch Anlage 2) ⁷¹:

„Dieser Vertrag kann von beiden Vertragsparteien durch einseitige Erklärung schriftlich mittels eingeschriebenen Briefes an die jeweils andere Vertragspartei unter Einhaltung einer dreimonatigen Frist zum Ablauf des letzten Handelstages im Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten auf den Austrian Traded Index an der Wiener Wertpapierbörse gemäß den „Bedingungen für den Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten an der Wiener Börse (Optionsbedingungen)“ und gemäß den „Kontraktsspezifikationen für Optionen und Finanzterminkontrakte auf den Austrian Traded Index“ der Monate März und September eines jeden Jahres aufgekündigt werden.

⁷¹ Stand 2009. Es besteht ein Urheberrechtlicher Schutz der Wiener Börse AG.

Darüber hinaus sind die Vertragsparteien berechtigt, das Vertragsverhältnis jederzeit ohne Einhaltung einer Frist schriftlich mittels eingeschriebenen Briefes aus wichtigem Grund zu beenden.

Als wichtiger Grund, der die WBAG zur sofortigen Auflösung des Vertrages berechtigt, gilt insbesondere, wenn

- > der Emittent ein Verhalten setzt, das einen Ablehnungsgrund gemäß Punkt IV. dieses Vertrages verwirklicht, oder*
- > der Emittent die im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung enthaltenen Teilnahmevoraussetzungen und -bedingungen nicht mehr erfüllt, oder*
- > der Emittent gegen die im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung enthaltenen Folgepflichten beharrlich verstößt (Ein beharrlicher Verstoß liegt vor, wenn der Emittent trotz zweimaliger Aufforderung seitens der WBAG innerhalb der von dieser gesetzten angemessenen Frist die Folgepflicht nicht erfüllt.), oder*
- > der Emittent durch Widerspruch seine Zustimmung zu angemessenen und zumutbaren Änderungen der im Regelwerk mid market festgelegten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten verweigert.*

Es wird vereinbart, dass ein derartiges Verhalten des Emittenten die Aufrechterhaltung eines Vertragsverhältnisses mit dem Emittenten für die WBAG unzumutbar macht.

Löst die WBAG das Vertragsverhältnis aus wichtigem Grund, weil der Emittent ein Verhalten setzt, das einen Ablehnungsgrund gemäß Punkt IV. dieses Vertrages verwirklicht, weil der Emittent durch Widerspruch seine Zustimmung zu angemessenen und zumutbaren Änderungen der im Regelwerk mid market festgelegten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten seitens der WBAG verweigert oder weil der Emittent gegen die im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung enthaltenen Folgepflichten beharrlich verstößt, so wird das Vertragsverhältnis mit Wirkung zum Ablauf des auf die Erklärung der Vertragsauflösung folgenden letzten Handelstages im Handel mit Optionen und Finanztermin-

kontrakten an der Wiener Wertpapierbörse gemäß den „Bedingungen für den Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten an der Wiener Börse (Optionsbedingungen)“ und gemäß den „Kontraktsspezifikationen für Optionen und Finanzterminkontrakte auf den Austrian Traded Index“ beendet.

Löst die WBAG das Vertragsverhältnis aus wichtigem Grund, weil der Emittent die im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung enthaltenen Teilnahmevoraussetzungen und -bedingungen nicht mehr erfüllt, so endet das Vertragsverhältnis im Falle

> des Widerrufs der Zulassung der Aktien des Emittenten zum Handel an einen geregelten Markt oder des Widerrufs der Einbeziehung in den Dritten Markt als MTF mit Ablauf des Tages, an dem der Widerrufsbescheid durch die Geschäftsleitung des Börseunternehmens Wiener Börse gefasst wurde;

> des Widerrufs der Einbeziehung der Aktien des Emittenten in das Handelsverfahren betreute Auktion mit Ablauf des letzten Handelstages jenes Monats, in dem der Widerruf wirksam wurde;

> der Beendigung des mit einem anerkannten Capital Market Coach abgeschlossenen Beratungsvertrages mit Ablauf des letzten Handelstages jenes Monats, in dem die Beendigung des Vertrages wirksam wurde.

In allen anderen Fällen der Auflösung des Vertragsverhältnisses aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist ist der Zeitpunkt, an dem die Auflösung wirksam und damit das Vertragsverhältnis beendet wird, vom auflösenden Vertragspartner in der Auflösungserklärung festzulegen.

Das Vertragsverhältnis endet automatisch mit Ablauf jenes Tages, an dem über das Vermögen des Emittenten ein Konkurs- oder Ausgleichsverfahren oder ein Verfahren nach dem Unternehmensreorganisationsgesetz eingeleitet oder die Geschäftsaufsicht verhängt wird.

Die Beendigung des Vertragsverhältnisses aus welchem Grund immer führt zur Beendigung der Teilnahme der Aktien des Emittenten am mid market.

Die Zulassung zum Amtlichen Handel oder zum Geregelten Freiverkehr und die daraus resultierenden öffentlichrechtlichen Rechte und Pflichten

des Emittenten bleiben von einer Beendigung des Vertrages unberührt. Ebenso bleiben die Einbeziehung in den Dritten Markt als MTF und die daraus gemäß den „Bedingungen für den Betrieb des Dritten Marktes“ resultierenden Rechte und Pflichten des Emittenten von einer Beendigung des Vertrages unberührt.“

Kapitel 3

Freiwilliges – beantragtes – Delisting

Das freiwillige Delisting bezeichnet das eigentliche Delisting, auch *reguläres Delisting*⁷² oder *Hot Delisting* genannt. Der Börserückzug wird durch das Börseunternehmen als Folge eines unmittelbar darauf gerichteten Aktes willentlich herbeigeführt.

Das freiwillige Delisting im weiteren Sinn umfasst folgende Maßnahmen:

- Börsepräsenzreduktion im Inland (Teil-Delisting, partielles Delisting);⁷³
- Börsepräsenzreduktion durch Rückzug von der (allen) Börse(n) im Inland unter Wahrung einer Zulassung zum Börsehandel im Ausland;
- Börse-Markt-Wechsel (idR *Downgrading*, seltener *Upgrading*);
- vollständiges Delisting.

Beim vollständigen Delisting widerruft das Börseunternehmen sämtliche Zulassungen seiner Wertpapiere zum Börsehandel in allen Marktsequenzen an allen Börsen im In- und Ausland, an denen es notiert.

Demgegenüber findet beim Teil-Delisting, wie der Name sagt, nur ein teilweiser Rückzug vom Börsehandel statt; die Gesellschaft führt ein Delisting bei einem Börseunternehmen durch, während es die Notierung an mindestens einem anderen Börseunternehmen im selben Marktsegment (im Inland) aufrecht hält.

Auch ein Rückzug von der Wiener Börse im Inland unter Aufrechterhaltung weiterer im Ausland bestehender Zulassungen zum Börsehandel ist möglich.

Downgrading bezeichnet einen Börse-Markt-Wechsel innerhalb desselben Börseunternehmens mit Rückzug aus einem Markt mit qualitativ höheren Anforde-

⁷² Die Bezeichnung führt leicht in die Irre, da ein Delisting in Folge gesellschaftsrechtlicher oder kapitalmarktrechtlicher Maßnahmen nicht weniger regulär ist (insb in Österreich, wo das freiwillige Delisting – mit Ausnahme des Geregelten Freiverkehrs – rechtlich nicht geregelt ist).

⁷³ Die Möglichkeit des Teil-Delisting besteht für Österreich nicht, da es in Österreich nur eine Börse gibt.

rungen an den Emittenten in einen qualitativ „anspruchsreduzierten“ Markt, so etwa bei einem Wechsel aus dem Amtlichen Handel in den Geregelten Freiverkehr. Da die Zulassung immer nur zu einem bestimmten Markt erteilt wird, ist ein Wechsel rechtlich ein Delisting mit gleichzeitiger Beantragung der Zulassung für den jeweils anderen Markt. Die Gründe für den Formalismus liegen im Anleger-schutz.

Im Folgenden wird von einem vollständigen freiwilligen Delisting ausgegangen.

Während in Deutschland der Widerruf der Zulassung auf Antrag⁷⁴ des Emittenten den verwaltungsrechtlichen *contrarius actus* zum Zulassungsbescheid darstellt, besteht in Österreich die Möglichkeit des freiwilligen Delisting nur in Form einer Anzeige der Notierungsbeendigung an das Börseunternehmen von Aktien des Geregelten Freiverkehrs.

Bei Aktien des Amtlichen Handels an der Wiener Börse fehlt eine analoge Bestimmung, eine einseitige Beendigung des Notierungsverhältnisses ist aus diesem Grund nach Ansicht der Wiener Börse rechtlich und praktisch nicht möglich.

Die Lehre vertritt hierüber unterschiedliche Auffassungen. Aus den Regelungen über die freie Beendigung der Notierung von Aktien, die im Geregelten Freiverkehr notieren, und aus dem allgemeinen Grundsatz, dass es keine Zwangsnotierung geben kann, wird etwa von Kalss geschlossen, dass die Beendigung der Notierung von Aktien auch im Amtlichen Handel auf Antrag des Emittenten rechtlich zulässig sein muss.⁷⁵

1. Allgemeine Zulässigkeitsvoraussetzungen

Für die Beurteilung der Zulässigkeit der freiwilligen Beendigung der Notierung von Wertpapieren eines Emittenten an der Wiener Börse sind grds zwei Aspekte zu berücksichtigen:

⁷⁴ § 39 (d) BörseG.

⁷⁵ Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börserechts 293f.

Erstens kommt es darauf an, ob die Beendigung der Notierung gesellschaftsrechtlich zulässig ist. Diese Frage ist nach der Satzung des Emittenten und den anwendbaren gesellschaftsrechtlichen Vorschriften zu beurteilen.

Zweitens kommt es auf die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen an, die für die Zulassung zum Handel und zur Beendigung des Handels an der Wiener Börse maßgeblich sind.

Als generelle Voraussetzung wird darüber hinaus verlangt, dass die Maßnahme nicht gegen Anlegerinteressen verstößt. Im Einzelnen:

2. Delisting von im Geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien

Das österreichische BörseG hat verschiedene Handelssegmente eingerichtet. Nur für ein Handelssegment – den Geregelten Freiverkehr – enthält das BörseG ausdrückliche Vorschriften betreffend eine vom Emittenten bei der Börse anzuzeigende Beendigung der Notierung.⁷⁶

§ 83 Abs 4 BörseG bestimmt:

„[...] Die Zurückziehung der Aktien vom geregelten Freiverkehr dem Börseunternehmen [ist] mindestens einen Monat im Vorhinein anzuzeigen und gleichzeitig zu veröffentlichen.“

Gem § 83 Abs 4 BörseG erfolgt das Delisting daher durch einseitige Erklärung – ohne die Erfordernis, einen besonderen Grund angeben zu müssen –, indem dem Börseunternehmen (zumindest) einen Monat im Vorhinein der Widerruf der Zulassung anzuzeigen und dieser gleichzeitig im Amtsblatt zur Wiener Zeitung zu veröffentlichen ist.

⁷⁶ Ein freiwilliger Rückzug war bis zur Änderung des Börsegesetzes mit BGBl I 2007/60 auch in § 69 Abs 7 BörseG für Aktien, die im Dritten Markt zugelassen wurden, vorgesehen. Mit Einführung des multilateralen Handelssystems durch die RL 2004/39/EG bedurfte es nach Ansicht des Gesetzgebers mit Hinblick auf die Möglichkeiten der Betreiber, Regeln für die Mitgliedschaft und Beendigung festzulegen, keiner gesonderten gesetzlichen Regelung mehr für den „ungeregelten“ dritten Markt (143 der Beilagen XXIII. GP – Regierungsvorlage – Mat zu BGBl I 2007/60, 39, zum Entfall von § 69).

Man spricht in diesem Zusammenhang von einer Zurückziehungsanzeige des Emittenten an die Wiener Börse. Da die Zurückziehung für im Geregelten Freiverkehr gehandelte Aktien von dem Emittenten nur angezeigt wird und nicht antragspflichtig ist, geht das freiwillige Delisting gem § 83 Abs 4 BörseG auch nicht mit einem Bescheid des Börseunternehmens einher.

Die Bestimmungen des Regelwerks *prime market*, welche als Vertragsbestimmungen in den Vertrag über die Aufnahme in den *prime market* Wirkung entfalten, sehen dennoch regelmäßig vor, dass sich der Emittent im Falle der Zulassung zum Geregelten Freiverkehr verpflichtet, seine Aktien für die Dauer der Zulassung zum Geregelten Freiverkehr nicht gem § 83 Abs 4 BörseG zurückzuziehen.

Die Möglichkeit eines freiwilligen Delisting für Aktien des Geregelten Freiverkehrs im *prime market* wird sohin nach dem von der Börse ausgegebenen Standardvertrag einvernehmlich reduziert. Es bleibt die Möglichkeit des Emittenten, sich bei einer Notierung im Geregelten Freiverkehr mit Handel der Aktien im Segment *mid market* oder *standard market* gem § 83 Abs 4 BörseG freiwillig zu delisten.

Eine Regelung für die gesellschaftsrechtlichen Aspekte des freiwilligen Delisting für Aktien des Geregelten Freiverkehrs ist nicht vorgesehen.

3. Delisting von im Amtlichen Handel gelisteten Aktien

Für das Handelssegment Amtlicher Handel enthält das BörseG keine § 83 Abs 4 leg cit entsprechende Vorschriften. Nach Ansicht von *Kalss* kann aus dem Fehlen ausdrücklicher Vorschriften über die freiwillige Beendigung der Notierung im Amtlichen Handel jedoch nicht zwingend geschlossen werden, dass eine solche Notierungsbeendigung unzulässig wäre.

Aufgrund einer Analogie zu § 83 Abs 4 BörseG sei – so *Kalss* – von der Zulässigkeit einer freiwilligen Beendigung der Notierung unter Einhaltung der in

§ 85 Abs 4 BörseG genannten Voraussetzungen auszugehen.⁷⁷ Auch *Schärf* und *Weber* teilen die Ansicht, dass eine Gesetzeslücke vorläge.⁷⁸

Klement hingegen spricht sich ausdrücklich gegen das Vorliegen einer für eine Analogie notwendigen Lücke aus und begründet die Ungleichbehandlung mit § 83 Abs 4 BörseG mit Hinweis darauf, dass der Amtliche Handel die Zulassungsform mit den strengsten Zulassungsvoraussetzungen und Publizitätsvorschriften darstellt. Da der Anlegerschutz eine der wesentlichen Zielsetzungen des BörseG ist, nach Ansicht von *Klement*

*„vielmehr ein Umkehrschluss geboten und daher davon auszugehen, dass bei Aktien im amtlichen Handel eine Notierungsbeendigung durch Erklärung des Emittenten wegen des Fehlens einer § 85 Abs 4 BörseG [Anmerkung: idgF § 83 Abs 4 BörseG] vergleichbaren Bestimmung nicht möglich ist“.*⁷⁹

In der Praxis scheinen die Erfolgsaussichten eines freiwilligen Delisting-Antrags hinsichtlich der im Amtlichen Handel der Wiener Börse gehandelten Wertpapiere äußerst gering, soweit überhaupt existent. Experten aus der Praxis bewerten ein beantragtes Delisting als (derzeit) nicht möglich. Die Lehre ist größtenteils energisch anderer Ansicht. Im Folgenden werden die Gründe näher erläutert und diskutiert.

3.1 Kapitalmarktrechtliche Voraussetzungen

Ein vom Emittenten initiiertes freiwilliges Rückzug von im Amtlichen Handel zugelassenen Aktien ist im BörseG nicht vorgesehen. Nach Ansicht der Wiener Börse mit Verweis auf die nicht – ausdrücklich – vorhandene gesetzliche Grundlage ist ein freiwilliges Delisting von im Amtlichen Handel gelisteten Aktien daher grds

⁷⁷ *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts 305.

⁷⁸ *Schärf*, Rechtsprobleme beim „Going Private“ einer börsennotierten Aktiengesellschaft, *GesRZ* 1995, 46; *Weber*, Kapitalmarktrecht 233.

⁷⁹ *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, *wbl* 2003, 15.

nicht möglich.⁸⁰ Die Wiener Börse steht einem Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung von im Amtlichen Handel gelisteten Wertpapieren stets ablehnend gegenüber. Die Möglichkeit eines freiwilligen Delisting wird von den rückzugsge-
neigten Emittenten daher idR nicht weiterverfolgt.

Die Lehre ist in dieser Frage nicht so einhellig.

Einerseits wird von der Lehre aus § 83 Abs 4 BörseG der Umkehrschluss der Unzulässigkeit des freiwilligen Austritts aus dem Amtlichen Handel abgeleitet, was mit dessen Ausgestaltung als Spitzensegment mit den strengsten Zulassungsvoraussetzungen und Publizitätsvorschriften der Wiener Börse und der daraus resultierenden Gewährleistung eines dauerhaften hohen Informationsniveaus begründet wird.⁸¹

Andererseits wird die Meinung vertreten, dass aufgrund der Parallelität des verwaltungsverfahrenrechtlichen Zulassungsverfahrens und den weitgehend übereinstimmenden Regelungen zur Markttransparenz der Zulassungssegmente Amtlicher Handel und Geregelter Freiverkehr § 83 Abs 4 BörseG analog auch für den Amtlichen Handel anzuwenden ist.⁸² Die planwidrige Unvollständigkeit ergäbe sich dabei aus der Ungleichbehandlung von im Amtlichen Handel und im Geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien.

Es kann jedoch auch die Ungleichbehandlung mit dem wegen der erhöhten Anforderungen dem Emittenten durch die Anleger entgegenzubringenden hohen Vertrauen argumentiert werden; der Schutz der Minderheitsaktionäre wird diesfalls eben durch die nicht jederzeitige Rückzugsmöglichkeit des Emittenten von der Börse gewahrt. Dieser Aspekt scheint jedenfalls dann gegen eine planwidrige Lücke zu sprechen, wenn man den Anlegerschutz als wesentliche Zielsetzung des Börsegesetzes betrachtet.

⁸⁰ Stellungnahme der Wiener Börse vom 15.12.2008.

⁸¹ *Feuchtmüller/Lucius/Schaffer*, Börsegesetz und WAG (1999) 145.

⁸² *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts (1998) 304; *Schärf*, Rechtsprobleme beim „Going Private“ einer börsennotierten Aktiengesellschaft, *GesRZ* 1995, 45.

Einen in der Lehre weiters vorgeschlagenen Mittelweg bildet die Ansicht, dass ein freiwilliges Delisting in einem eigenen Verwaltungsverfahren, das als *contrarius actus* zu einem bescheidmäßigen Widerruf des ursprünglichen Zulassungsbescheids führt, erlangt werden kann.⁸³

3.2 Verwaltungsrechtliche Zulässigkeit und Voraussetzungen

Geht man rechtlich von der Annahme eines kapitalmarktrechtlich zulässigen freiwilligen Delisting als Folge eines unmittelbar darauf gerichteten Aktes (etwa eines Antrags an die Wiener Börse) aus, so stellt sich die Frage nach der Vorgehensweise.

Aus verwaltungsrechtlicher Sicht muss dazu Stellung genommen werden, ob der Rückzug an einen positiven Bescheid des Börseunternehmens geknüpft sein muss – oder kann.

Obgleich bei einem freiwilligen Delisting im Regierten Freiverkehr gem § 83 Abs 4 BörseG nach hA und in der Praxis kein Bescheid zur Notierungsbeendigung erforderlich ist, verlangt *Zollner* als behördliche Kontrolle des freiwilligen Delisting eine bescheidmäßige Entscheidung durch das Börseunternehmen mit folgender Begründung:

*„Das Bescheiderfordernis erschwert den Rückzug von der Börse weder, noch macht es ihn von zusätzlichen, materiellen Voraussetzungen abhängig, sondern es wird lediglich sichergestellt, dass die de lege lata bestehende Pflicht zur Berücksichtigung bzw zum Ausgleich der Anlegerinteressen, die sich in der zwingenden Entscheidungszuständigkeit der Hauptversammlung einerseits und in der Pflicht zur Abfindung andererseits manifestiert, eingehalten wird.“*⁸⁴

⁸³ *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 13.

⁸⁴ *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 212.

So auch *Kalss/Oppitz/Zollner*, nach welchen der Zweck des Zulassungsverfahrens eine Kontrolle durch eine mit Hoheitsgewalt ausgestattete Behörde verlangt.⁸⁵ – Vorausgesetzt wird dabei jeweils, dass eine freiwillige Notierungsbeendigung jedenfalls zulässig ist. Danach hat das Börseunternehmen nicht nur den Zugang zur Börse und die laufende Notierung zur Wahrung der Funktion des Börsemarkts zu überwachen, sondern auch den Rückzug von der Börse. Als Argument dient der Vertrauensschutz der aktuellen und zukünftigen Marktteilnehmer.⁸⁶

Die bescheidmäßige Kontrolle soll auch für die Minderheitsaktionäre Schutzwirkung entfalten, wonach das Börseunternehmen etwa bei unzureichender Berücksichtigung der Interessen der Anleger⁸⁷ das Delisting bescheidmäßig zurückweisen kann.⁸⁸

Inhaltlich ist damit eine materielle Prüfungskompetenz des Börseunternehmens gemeint, die eine Kontrolle der Angemessenheit und Gültigkeit der dem Delisting zugrunde liegenden Voraussetzungen umfasst.⁸⁹ Diese Ansicht der Lehre ist eine theoretische, ist schließlich weder im Börsegesetz noch nach Ansicht der Wiener Börse ein freiwilliges Delisting mit bescheidmäßiger Entscheidung des Börseunternehmens vorgesehen.

Das Konzept einer bescheidmäßigen Entscheidung des freiwilligen Delisting ist dennoch nicht völlig abwegig. Bejaht man die Möglichkeit eines freiwilligen Delisting, so stellt sich auch die Frage nach dem „Wie“. Betrachtet man die vorgesehene bescheidmäßige Zulassung zum Marktplatz Börse sowie den Widerruf im Rahmen des Zwangsdelisting, so muss aus praktischen Gründen zur Wahrung der Rechtssicherheit auch das freiwillige Delisting mit den hierfür erforderlichen Anforderungskriterien einer verwaltungsrechtlichen Kontrolle unterliegen.

⁸⁵ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 639.

⁸⁶ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 639.

⁸⁷ Erwähnt wird in diesem Zusammenhang das Fehlen eines Hauptversammlungsbeschlusses bzw Abfindungsangebots.

⁸⁸ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 639.

Als Kriterien für die Zulässigkeit eines solchen Delisting-Bescheids werden von der Lehre das Erfordernis eines gültigen Hauptversammlungsbeschlusses sowie eine angemessene Abfindungsmöglichkeit der Anleger vorgeschlagen.⁸⁹ Liegen diese nicht vor, so soll das Börseunternehmen keinen Bescheid zum Widerruf der Börsenzulassung aussprechen. Vorgeschlagen wird – analog § 83 Abs 4 BörseG –, dass der Rückzug von der Börse dem Börseunternehmen mindestens einen Monat im Vorhinein anzuzeigen und gleichzeitig zu veröffentlichen sei.

In Anlehnung an die Anzeige der Notierungsbeendigung von Aktien des Regierten Freiverkehrs an das Börseunternehmen ist mE nicht ersichtlich, warum nicht auch eine Anzeige auf Widerruf der Börsenzulassung des Emittenten in Österreich möglich sein soll.

Nach Ansicht der Lehre wirft das freiwillige Delisting neben den erwähnten kapitalmarkt- und verwaltungsrechtlichen Aspekten auch eine Vielzahl an gesellschaftsrechtlichen Fragen auf. Die herrschende Meinung geht in Österreich, ebenso wie die deutsche Lehre und der BGH mit der Entscheidung *Macrotron*, von einem Dualismus des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts aus.

3.3 Gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit und Voraussetzungen

Im Weiteren ist daher auch nach den gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen für ein freiwilliges Delisting – so etwa das Erfordernis einer Hauptversammlungszuständigkeit zur Beschlussfassung über ein Going Private oder dem Minderheitenschutz – zu fragen.

Das österreichische AktG regelt diese weder für das freiwillige Delisting noch für ein Delisting von Amts wegen. Bislang liegt auch keine österreichische Rechtsprechung zu dieser Frage vor.

⁸⁹ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht 644.

⁹⁰ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht 639; Zollner, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 212.

Die Aspekte der Beschlusskompetenz der HV sowie des Minderheitenschutzes werden in den nachstehenden Kapiteln eingehend erläutert. Es sei an diese Stelle daher auf Kapitel 4 zur Hauptversammlungszuständigkeit sowie auf Kapitel 5 zum Austritts- und Abfindungsrecht der Minderheitsaktionäre verwiesen.

3.4 Aspekte des Anlegerschutzes

Das Recht der Börsenaufsicht bezweckt den Schutz der Anleger. Dieser allgemeine Normzweck lässt sich in einige konkrete Gesichtspunkte aufgliedern: Aufrechterhaltung des Vertrauens in den Börseplatz Wien, Transparenz (gleichmäßige Information aller Aktionäre) und Aufrechterhaltung der Fungibilität. Nur wenn das Delisting keinem dieser Gesichtspunkte zuwiderläuft, ist dagegen von Seiten der Börsenaufsicht nichts einzuwenden. Im Einzelnen:

3.4.1 Aufrechterhaltung des Vertrauens in den Börseplatz

Es beeinträchtigt nicht nur das Ansehen, sondern auch die Funktionsfähigkeit des Börseplatzes Wien, wenn die Emittenten die Notierung in einem Marktsegment beantragen, um sie gleich darauf wieder zu beenden. Die Beendigung der Notierung darf angesichts dessen keine willkürliche Maßnahme des Emittenten sein; vielmehr müssen sachliche Gründe vorliegen, die im tatsächlichen Interesse des Unternehmens (und damit der Aktionäre) liegen, dass die Notierung beendet wird.

3.4.2 Transparenz

Das BörseG kennt zahlreiche Informations- und Offenlegungsvorschriften, denen börsennotierte Unternehmen unterliegen. Diese Vorschriften dienen der gleichmäßigen und ausreichenden Information des Anlage suchenden Publikums. Ein Delisting bewirkt grds, dass die Informations- und Offenlegungsvorschriften des BörseG nicht mehr anzuwenden sind, potentiell also eine Gefährdung der Informationsinteressen des Anlage suchenden Publikums droht.

3.4.3 Aufrechterhaltung der Fungibilität

Die Notierung von Aktien eines Emittenten an der Wiener Börse stellt sicher, dass die Marktteilnehmer rasch und zu fairen Bedingungen über die notierenden

Aktien disponieren können. Gerade die Fungibilität wird durch ein Delisting aus diesem Grund beeinträchtigt.

4. Freiwillige Beendigung der Teilnahme des Emittenten an einem Marktsegment

Der Vollständigkeit halber sei auch die freiwillige Beendigung der Teilnahme des Emittenten an einem spezifischen Marktsegment angeführt.

4.1 Freiwillige Beendigung der Teilnahme der Aktien am *prime market*

Bei einer freiwilligen Beendigung der Teilnahme der Aktien am *prime market* bleibt die Börsenzulassung grds aufrecht, das öffentlich-rechtliche Zulassungsverhältnis sohin unberührt. Man spricht bei der Beendigung der Teilnahme an einem Marktsegment der Wiener Börse daher bewusst nicht von Delisting.

Der Emittent kann mittels Abschlusses eines neuen Vertrags mit dem Börseunternehmen von dem Marktsegment *prime market* in ein anderes Marktsegment, bspw den *mid market*, wechseln. Zur Beendigung kann der Vertrag über die Aufnahme in den *prime market* von beiden Vertragsparteien durch einseitige Erklärung schriftlich gekündigt werden.⁹¹

4.2 Freiwillige Beendigung der Teilnahme der Aktien am *mid market*

Während das Regelwerk *prime market* eine freiwillige Beendigung durch Kündigung des Vertrags über die Teilnahme des Emittenten regelt, ist eine solche Möglichkeit durch das Regelwerk *mid market* nicht vorgesehen. Eine einseitige

⁹¹ Nach den Bestimmungen des Regelwerks *prime market* kann die Kündigung mittels eingeschriebenen Briefes an die jeweils andere Vertragspartei unter Einhaltung einer dreimonatigen Frist zum Ablauf des letzten Handelstags im Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten gem den „Bedingungen für den Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten auf den Austrian Trades Index an der Wiener Börse (Optionsbedingungen)“ und gem den „Kontraktsspezifikationen für Optionen und Finanzterminkontrakte auf den Austrian Traded Index“ der Monate März und September eines jeden Jahres aufgekündigt werden.

Kündigung des Vertrags über die Aufnahme in den *mid market* ist nach Ansicht der Wiener Börse nicht möglich.⁹²

Es bleibt dem Emittenten die einvernehmliche Beendigung oder die – wohl realitätsferne – Möglichkeit, eine zusätzliche vertragliche Bestimmung in den Vertrag über die Aufnahme des Emittenten in den *mid market* einzufügen, die eine einseitige Kündigungsmöglichkeit gegenüber dem Börseunternehmen vorsieht.

5. Provokation eines Zulassungswiderrufs durch die notierte Gesellschaft

Die Börse hat die Zulassung von Wertpapieren zum Amtlichen Handel gem § 64 Abs 5 BörseG zu widerrufen, wenn ein oder mehrere Zulassungserfordernisse (iSd § 63 Abs 4 und 5 BörseG) nachträglich wegfallen, der Emittent die Pflichten gem §§ 81 bis 87 und 91 bis 94 BörseG nicht erfüllt oder die Zulassung durch unrichtige Angaben oder täuschende Handlungen herbeigeführt werden.

Der Emittent kann insofern einen Zulassungswiderruf durch seine Handlungen oder eben seine Nicht-Handlungen letzten Endes veranlassen; eine Möglichkeit wäre die Verringerung des Streubesitzes unter das Mindestmaß.

Der Widerruf darf von Seiten der Börse jedoch nicht ausgesprochen werden, wenn der Wegfall der Zulassungsvoraussetzungen durch den Emittenten missbräuchlich herbeigeführt wurde, um dadurch ein Going Private zu bewirken, das die Interessen der Anleger beeinträchtigt.

Als missbräuchliches Vorgehen wäre zB die notorische Verletzung der periodischen und anlassbezogenen Publizitätspflichten zu werten. Umgekehrt können verschiedene gesellschaftsrechtliche Maßnahmen, die sich auf die Handelbarkeit von Wertpapieren auswirken und dazu führen, dass nachträglich die Zulassungsvoraussetzungen (ua Mindestvolumen, Streuung, Handelbarkeit, Verbriefung; zu den einzelnen Zulassungsvoraussetzungen zum Amtlichen Handel sie-

⁹² Stellungnahme der Wiener Börse vom 15.12.2008. AA Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht 638, wonach sich das Recht bei Eintritt bestimmter Umstände, das Vertragsverhältnis vorzeitig aufzulösen, aus all-

he § 66a BörseG) nicht mehr erfüllt werden, als Vorgangsweisen angesehen werden, die vom Emittenten zwar absichtlich vorgenommen werden, nicht aber *per se* als missbräuchlich anzusehen sind (zB Rechtsformwechsel in GmbH; Umwandlung in eine andere Rechtsform).

Der Pflicht der Wiener Börse, bei nachträglichem Wegfall der Zulassungsvoraussetzungen die Zulassung zum Amtlichen Handel zu widerrufen, steht der Anspruch des Emittenten auf Widerruf gegenüber: Der Emittent hat ein schutzwürdiges Interesse am Verlassen der Börse bei Wegfall der Zulassungsvoraussetzungen.⁹³

In der Praxis sind vor allem der Wegfall der nachstehend erläuterten Zulassungsvoraussetzungen „Emissionsvolumen“ (§ 66a Abs 1 Z 2 BörseG) und/oder „Wertpapierstreuung“ (§ 66a Abs 1 Z 7 BörseG) relevant.

5.1 Emissionsvolumen

Gem § 66a Abs 2 BörseG muss die Gesamtnominale der zur Zulassung beantragten Wertpapiere bei Aktien mindestens EUR 2,9 Mio betragen. Nach Ansicht von *Kalss* sind Nennbetragsaktien und Stückaktien in Hinblick auf die Voraussetzungen für die Zulassung zum Amtlichen Handel (und damit auch hinsichtlich des Widerrufs der Zulassung) gleich zu behandeln.⁹⁴

Damit die Zulassungsvoraussetzung „Emissionsvolumen“ wegfällt, müsste somit das Grundkapital der Zielgesellschaft durch gesellschaftsrechtliche Maßnahmen (insb Kapitalherabsetzung) auf unter EUR 2,9 Mio reduziert werden.

Zu berücksichtigen ist dabei aber, dass im Rahmen einer ordentlichen Kapitalherabsetzung neben den anzuwendenden Gläubigerbestimmungen (Wartefrist; Sicherheitsleistung, soweit Gläubiger nicht Befriedigung verlangen können) auch der anzugebende Zweck der Kapitalherabsetzung entscheidend ist

gemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen ergibt.

⁹³ *Kalss/Zollner*, Stück- und Namensaktien aus börserechtlicher Sicht, ÖBA 2002, 596 mwN.

⁹⁴ *Kalss/Zollner*, Stück- und Namensaktien aus börserechtlicher Sicht, ÖBA 2002, 596 mwN.

(§ 175 Abs 3 AktG). Eine Kapitalherabsetzung ausschließlich für Zwecke des Wegfalls der Zulassungsvoraussetzungen gem § 66a Abs 1 Z 2 BörseG und des daraus resultierenden Delisting der Aktien der Zielgesellschaft wird im Ergebnis mE daher mit großer Wahrscheinlichkeit als missbräuchlich und damit als unzulässig einzustufen sein.

Bei Vorliegen der Voraussetzungen für eine vereinfachte Kapitalherabsetzung könnte diese gesellschaftsrechtliche Maßnahme näher in Betracht gezogen werden (vgl §§ 182 bis 191 AktG). Diese ist jedoch nur zur Abdeckung eines sonst auszuweisenden Bilanzverlusts zulässig, wobei im Beschluss (der bei der Beschlussfassung vertretenen Mehrheit von mindestens drei Viertel) festzusetzen ist, dass die Herabsetzung zu diesen Zwecken stattfindet (§ 182 Abs 1 AktG).

5.2 Wertpapierstreuung

Gem § 66a Abs 7 BörseG müssen die zuzulassenden Wertpapiere im Publikum entsprechend gestreut sein oder dem Börsenhandel Wertpapiere in entsprechender Anzahl zur Verfügung stehen, wenn die Streuung über die Börseeinführung erreicht werden soll. Bei Aktien ist eine entsprechende Streuung anzunehmen, wenn mindestens eine Nominale von EUR 725.000, bei Stückaktien mindestens 10.000 Stück in Publikumsbesitz stehen oder dem Publikum zum Verkauf angeboten werden.

Ein Delisting durch Wegfall der Zulassungsvoraussetzungen gem § 66a Abs 1 Z 7 BörseG würde erfordern, dass als Folge von durchzuführenden Aktienkäufen eine Nominale von unter EUR 725.000 oder weniger als 10.000 Stückaktien verbleiben.

Kalss/Zollner argumentieren unter Hinweis auf die europarechtlich vorgegebene Mindeststreubesitzschwelle von 25% eine fehlerhafte Umsetzung dieser Vorgaben in § 66a Abs 1 Z 7 BörseG.⁹⁵ Nach *Kalss/Zollner* sei daher die absolute

⁹⁵ *Kalss/Zollner*, Stück- und Namensaktien aus börserechtlicher Sicht, ÖBA 2002, 595.

Stückgrenze (10.000) aufgrund des Anwendungsvorrangs des Gemeinschaftsrechts nicht anzuwenden.

Vergleicht man die Voraussetzungen der Wertpapierstreuung etwa bei einer Anzahl von 1.300.000 Stückaktien des Emittenten im Amtlichen Handel der Wiener Börse, so wäre gem § 66a Abs 1 Z 7 BörseG erforderlich, dass weniger als 10.000 Stück dieser 1.300.000 Aktien in Publikumsbesitz verbleiben; dies würde eine Publikumsstreuung der Aktien als Folge der durchzuführenden Aktienkäufe von unter 0,7692% bedeuten. Eine Mindeststreubesitzschwelle von 25% würde im vorliegenden Fall hingegen bedeuten, dass ab einer Publikumsstreuung der Aktien der Zielgesellschaft von unter 425.000 Stückaktien (<25% von 1.300.000) die Zulassungsvoraussetzungen „Mindeststreuung“ wegfielen und bereits dadurch ein Delisting bewirkt würde.

Im Ergebnis erscheint es mE in der Praxis jedoch unwahrscheinlich, dass die Wiener Börse unter Hinweis auf den Anwendungsvorrang von Gemeinschaftsrecht die entsprechenden Bestimmungen des Börsegesetzes im Einzelfall unangewendet ließe. Will der Emittent den Zulassungswiderruf gem § 64 Abs 5 BörseG mit dem Grund der mangelnden „Wertpapierstreuung“ herbeiführen, sollten aus diesem Grund die Voraussetzungen des § 66a Abs 1 Z 7 BörseG erfüllt sein.

Kapitel 4

Zuständigkeit der Hauptversammlung

Von der Frage der kapitalmarktrechtlichen Zulässigkeit eines freiwilligen Delisting ist zu unterscheiden, ob eine solche Maßnahme gesellschaftsrechtlich von Vorstand des Emittenten beschlossen werden kann oder der Hauptversammlung zur Beschlussfassung vorzulegen ist.

Ist die Börsenotierung in der Satzung festgeschrieben, so bedarf der Rückzug von der Börse einer Satzungsänderung. Diese verlangt nach den allgemeinen Bestimmungen der §§ 145 f AktG die Hauptversammlung zur Beschlussfassung mit den erforderlichen Mehrheiten.

Ist die Börsenotierung nicht in der Satzung der AG verankert, was regelmäßig der Fall sein wird, so gibt das Aktiengesetz *de lege lata* keine Auskunft – es weist das Delisting ebenso wenig wie das Going Public der Hauptversammlung zur Beschlussfassung zu. Soweit eine Angelegenheit nicht ausdrücklich durch Gesetz oder Gesellschaftsvertrag der Hauptversammlung zur Beschlussfassung zugewiesen wurde, ist sie grds vom Geschäftsführungsmonopol des Vorstands umfasst (§ 70 iVm § 103 AktG).

Die Diskussion in der Lehre wirft die Frage auf, ob eine Hauptversammlungszuständigkeit mittels Analogie zu positiv-rechtlich vorhandenen Modellen zu finden ist. Im Folgenden sollen daher mögliche analogiefähige Bestimmungen näher erläutert werden.

1. Entscheidung *Holzmüller*

Nach der Rechtsprechung des BGH wird für wesentliche Strukturänderungen generell eine ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit angenommen.⁹⁶

⁹⁶ BGH 25.02.1982, BGHZ 83, 122 Entscheidung *Holzmüller*; Der OGH schließt sich dieser Auffassung nur vorsichtig an, siehe dazu OGH 11.3.1996, 1 Ob 566/95; vgl *Schwarz*, Zuständigkeit der Hauptversammlung zu Strukturmaßnahmen, *ecolex* 1997, 667.

Neben bestimmten Ausgliederungen soll unter eine wesentliche Strukturänderung auch die Beendigung der Börsennotierung der Aktien einer Gesellschaft fallen. Dies wird damit begründet, dass die Beendigung der Notierung zwar die Mitgliedschaft selbst unberührt lasse; dennoch liege ein erheblicher Eingriff in die Mitgliedschaft vor, da die Veräußerbarkeit der Aktien eingeschränkt wird, weil möglicherweise künftig nur mehr ein geringerer Kaufpreis für die Aktien zu erzielen ist und höhere Transaktionskosten anfallen werden.

Eine ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit besteht nach Ansicht des BGH jedenfalls dann, wenn „Strukturmaßnahmen“ einer Gesellschaft geplant sind. Erfasst werden demnach solche Entscheidungen, die in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpert Vermögeninteresse so stark eingreifen, dass der Vorstand nicht von der Annahme ausgehen kann, sie unterliege seiner ausschließlichen Entscheidungskompetenz.

Den Minderheitsaktionären bleiben bei einem Delisting aber die vermögensrechtlichen Ansprüche auf Bilanzgewinn, soweit dieser zur Verteilung gelangt, das Recht auf den Bezug neuer Aktien bei einer Kapitalerhöhung und das Recht auf Teilnahme am Liquidationserlös ebenso wie auch die Verwaltungsrechte erhalten.

Rechtfertigt der mit dem Going Private verbundene Eingriff in die wirtschaftlichen und damit vermögensrechtlichen Interessen der Minderheit nach den Grundsätzen der *Holzmüller*-Doktrin, dennoch von einer Grundlagenentscheidung auszugehen?

Ausgehend von der Entscheidung *Holzmüller* besteht nach Ansicht von Teilen der Lehre auch für Österreich eine ungeschriebene Zuständigkeit der Hauptversammlung für jene Maßnahmen der Gesellschaft, die in ihrem Ausmaß für die Aktionäre denjenigen entsprechen, die das Gesetz der Entscheidungskompetenz

der Hauptversammlung unterstellt. Man beruft sich in der Argumentation insb auch auf den Anlegerschutz.⁹⁷

Andere Teile der Lehre lehnen eine Hauptversammlungszuständigkeit mit dem Argument ab, dass – da sich ein Going Private regelmäßig positiv auf den Wert den Unternehmenswert (und somit auch jenem der Gesellschaftsanteile der Anleger) auswirke – der Vorstand bei der Entscheidung über einen Börserückzug die Interessen der Minderheitsaktionäre an der Verkehrsfähigkeit ihrer Aktien nicht zu berücksichtigen habe.⁹⁸

Ablehnend steht dem auch die Meinung gegenüber, die eine Analogie zur Feststellung einer Hauptversammlungszuständigkeit mangels Vorliegen einer planwidrigen Lücke nicht zu begründen vermag.⁹⁹

Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang ein weiteres Urteil des BGH, *Gelatine*.¹⁰⁰ In *Gelatine* relativiert der BGH die Entscheidung *Holzmüller* dahingehend, dass die Zuständigkeitskompetenz der Aktionäre zur Entscheidung im Rahmen der Hauptversammlung eher die Ausnahme denn die Regel darstellt und nur in engen Grenzen vorgeschrieben sein soll. In Auslegung von *Gelatine* kommt die deutsche Lehre sodann zu dem Schluss, dass der Rückzug von der Börse davon nicht erfasst sei und lehnt die Hauptversammlungszuständigkeit für das Delisting aus diesem Grund ab.¹⁰¹ Dies wird mE auch für Österreich gelten.

2. Entscheidung *Macrotron*

In der Entscheidung *Macrotron*¹⁰² sprach sich der BGH – losgelöst von *Holzmüller* und *Gelatine* – schließlich ausdrücklich für die Zuständigkeit der Hauptver-

⁹⁷ *Schärf*, Rechtsprobleme beim „Going Private“ einer börsennotierten Aktiengesellschaft, GesRZ 1995, 46f; *Hackstein*, Going Private, der Rückzug von der Wiener Börse 189.

⁹⁸ *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 17.

⁹⁹ *Gruber*, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 113.

¹⁰⁰ BGH 26.04.2004 – II ZR 155/02.

¹⁰¹ *Krolop*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting) 49.

¹⁰² BGH 25.11.2002, II ZR 133/01.

sammlung, über eine Notierungsbeendigung im Rahmen eines freiwilligen Rückzugs von der Frankfurter und der Bayrischen Börse zu entscheiden, aus.

Zur Beschlussfassung genügt nach Ansicht des BGH eine einfache Mehrheit, da es durch den bloßen Rückzug von der Börse zu keinen innerstrukturellen Änderungen käme und auch die Mitgliedsrechte der Aktionäre unberührt blieben. Ein qualifiziertes Beschlusserfordernis könne nicht allein aus der Tatsache der beeinträchtigten Verkehrsfähigkeit der Aktien abgeleitet werden, so der BGH. Einer sachlichen Rechtfertigung bedarf es über den Beschluss hinaus nicht, da es sich um eine Entscheidung unternehmerischen Charakters handle.¹⁰³

Die *Holzmüller*-Entscheidung weist der BGH als taugliche Grundlage zur Begründung der Zuständigkeit der Hauptversammlung zurück und begründet die Zuständigkeit der Hauptversammlung mit Art 14 GG und dem Grundrechtsschutz des Aktieneigentums. Die Möglichkeit der jederzeitigen Realisierung des Verkehrswerts der Aktien sei von solcher Bedeutung für die Vermögensrechte der Aktionäre, dass die Hauptversammlung und nicht der Vorstand für diese Entscheidung zuständig sein müsse.

Mit dieser Grundsatzentscheidung hat der BGH einen verfassungsrechtlichen Schutz der Aktionäre geschaffen, der durch das Gesetz bis zu diesem Zeitpunkt nicht vorgesehen war.

Der Hauptversammlungsbeschluss, den der BGH in *Macrotron* verlangt, ist dennoch nicht mehr als ein Formalakt.¹⁰⁴ Ohne Mehrheitserfordernis und mangels weiterer Kriterien wie dem einer Begründung des Delisting ist der Schutz der Minderheitsaktionäre nur wenig effektiv.

Der Grundrechtsschutz des Aktieneigentums verlangt nach Ansicht des BGH in *Macrotron* daher weiters einen Anspruch der Aktionäre auf (gerichtlich überprüf-

¹⁰³ BGH 25.11.2002, II ZR 133/01, BGHZ 153, 53 und 58.

¹⁰⁴ Gruber, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 107.

bare) Abfindung ihrer Anteile. Wie diese Abfindung erfolgen soll, hat der BGH nicht näher erläutert.

Als im Ergebnis zweckmäßig, methodisch aber fragwürdig wird die Entscheidung *Macrotron* des BGH von der österreichischen Lit betrachtet:¹⁰⁵ Kritisiert wird, dass der BGH auf Basis des grundrechtlichen Schutzes des Aktieneigentums eine Zuständigkeit der Hauptversammlung schafft, zumal er andernorts die Begründung einer Hauptversammlungszuständigkeit im Innenverhältnis einer AG durch die Rechtsprechung ausdrücklich ausschließt.¹⁰⁶

Dem dogmatischen Ansatz des BGH, die Hauptversammlungszuständigkeit auf grundrechtliche Argumente zu stützen, kann und will für Österreich daher nicht gefolgt werden.

Die beeinträchtigte Verkehrsfähigkeit von Aktien lässt sich mit der Rechtsprechung des VfGH und nach Ansicht der Lehre nicht unter die Verletzung des Verfassungsrechtes Eigentumsschutzes subsumieren; ein allenfalls eintretender Wertverlust wird im Rahmen der freien Marktwirtschaft als bloß wirtschaftliches Phänomen betrachtet.¹⁰⁷ Auch ein Abfindungsrecht lässt sich mit Rückgriff auf den Eigentumsschutz demnach nicht begründen.

Hinzu kommt: Einerseits gibt es in Österreich keine unmittelbare Drittwirkung von verfassungsrechtlich gewährleisteten Rechten (diese gelten nur gegenüber dem Staat, jedoch nicht zwischen natürlichen oder juristischen Personen, *inter privatos*).¹⁰⁸ Andererseits wird für die mittelbare Drittwirkung eine (einfach-) gesetzliche Grundlage verlangt, welche die österreichische Rechtslage im vorliegenden Fall jedoch nicht bietet.

¹⁰⁵ Kritisch auch Kalss in Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht 640.

¹⁰⁶ Gruber, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 108 mit Verweis auf BGH 25.11.2002, II ZR 133/01, BGHZ 153, 54.

¹⁰⁷ Gruber, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 109; Klement, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 14.

¹⁰⁸ Öhlinger, Verfassungsrecht (2005) Rz 741ff.

3. Analogie zum Rechtsformwechsel

Die Hauptversammlungszuständigkeit wird für Österreich von Teilen der Lehre mit unterschiedlichen Analogieversuchen zu einem Rechtsformwechsel bejaht.¹⁰⁹

Voraussetzung für eine Analogie ist das Bestehen einer planwidrigen Lücke und eine den gesetzlichen geregelten Fällen vergleichbare Schwere des Eingriffs in bestehende Mitgliedschaftsrechte der Anteilsinhaber.

Eine Entscheidung der österreichischen Gerichte ist dazu (bis dato) nicht bekannt.

Eine planwidrige Lücke und die Analogiefähigkeit gesellschaftsrechtlicher Bestimmungen wird von der Lehre ua mit der Wertungsparallelität vom Rechtsformwechsel einer AG in eine GmbH oder in eine (nationale) SE (Umwandlung bzw Spaltung) bejaht.¹¹⁰

Nach Ansicht von *Zollner* und *Kalss* lässt sich mangels ausdrücklicher Erwähnung im AktG der Hauptversammlungsbeschluss insb mit einer Analogie zur formwechselnden Umwandlung in eine GmbH oder einer rechtsübergreifenden Spaltung argumentieren.¹¹¹ Auch nach Ansicht von *Schärf* und *Weber* ist jedenfalls von einer Gesetzeslücke ausgehen, die mittels Analogie gesellschaftsrechtlicher Bestimmungen zu schließen ist.¹¹²

¹⁰⁹ *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts 640: „Die Entscheidung über einen Rückzug von der Börse fällt zwingend in die Zuständigkeit der Hauptversammlung“. *Kalss*, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 374; *Schärf*, Rechtsprobleme beim „Going Private“ einer börsennotierten Aktiengesellschaft, GesRZ 1995, 46; *Zollner*, Einbahnstraße Börsennotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 143; aA *Gruber*, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 109; *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 17; *Doralt/Nowotny/Kalss*, Kommentar zum Aktiengesetz § 103 Rz 41.

¹¹⁰ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 640.

¹¹¹ *Zollner*, Einbahnstraße Börsennotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 144 sowie 209; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 640. AA *Gruber*, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 110.

¹¹² *Schärf*, Rechtsprobleme beim „Going Private“ einer börsennotierten Aktiengesellschaft, GesRZ 1995, 46; *Weber*, Kapitalmarktrecht 233.

Keine Einigkeit besteht darüber, welche Mehrheitserfordernisse für einen Hauptversammlungsbeschluss über ein Delisting notwendig sind.

Schärf vertritt etwa die Ansicht, dass eine Mehrheitsentscheidung den Anforderungen an den Beschluss genüge.¹¹³ Demgegenüber verlangt *Kalss* eine qualifizierte Mehrheit des in der Hauptversammlung anwesenden oder vertretenen Kapitals, mit der Begründung des gravierenden Effekts einer solchen Maßnahme und der Parallele zwischen Delisting und Rechtsformwechsel.¹¹⁴

Beim Rechtsformwechsel wird im vorgesehenen Hauptversammlungsbeschluss zumindest mittelbar auch über das Going Private als notwendiges Ergebnis der Umstrukturierung abgestimmt. Voraussetzung eines gültigen Beschlusses einer Verschmelzung ist es nämlich, dass vom Vorstand auf die mit der Umstrukturierung verbundene Notierungsbeendigung deutlich hingewiesen wird und die Aktionäre entsprechend aufgeklärt werden. Es liegt also auf den ersten Blick nahe, den Effekt des Delisting auch für das freiwillige Delisting an das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses zu knüpfen.

Als Analogietatbestand kommen folgende Umstrukturierungsvorgänge in Betracht:

➤ **Formwechselnde Umwandlung oder rechtsübergreifende Spaltung**

Zwingende Voraussetzung für die Umwandlung der Gesellschaft in eine GmbH ist die mit dem qualifizierten Mehrheitserfordernis gem § 239 Abs 2 AktG (drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals) vorgesehene Beschlussfassung durch die Hauptversammlung.

Auch Spaltungsbeschlüsse bei der verhältnismäßigen Abspaltung – bei dieser sind die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft an der aufnehmenden (neuen) Gesellschaft im gleichen Verhältnis beteiligt wie an der übertragenden

¹¹³ *Schärf*, Rechtsprobleme beim „Going Private“ einer börsennotierten Aktiengesellschaft, GesRZ 1995, 48.

¹¹⁴ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 641. *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 144ff.

Gesellschaft – bedürfen einer Dreiviertelmehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals (§ 8 Abs 1 SpaltG).

➤ **Verschmelzung unter gleichen Rechtsträgern**

Für die Entscheidung über die Durchführung der Verschmelzung auf eine (nicht notierende) AG ist die Zustimmung der Hauptversammlung mit einer Mehrheit von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals erforderlich (§ 221 AktG).

➤ **Verschmelzung auf einen nicht börsenfähigen Rechtsträger**

Auch bei der Verschmelzung auf einen nicht börsenfähigen Rechtsträger (GmbH) hat die Hauptversammlung in qualifizierter Dreiviertelmehrheit zuzustimmen.

Stellt man nun den naheliegenden Vergleich zur Verschmelzung auf eine nicht notierende AG (Verschmelzung unter gleichen Rechtsträgern) oder auf eine GmbH an, so tritt der Effekt des Marktverlusts ähnlich wie beim Delisting ein.

Sowohl bei der Verschmelzung auf eine nicht notierende AG als auch beim Delisting bleibt die AG, anders als beim Rechtsformwechsel, eine AG. Das Ergebnis kann sein, dass sich die Gesellschaften nach erfolgter Verschmelzung *de facto* nur durch die (fehlende) Börsennotierung unterscheiden. Ein ähnlicher Effekt kann bei der formwechselnden Umwandlung oder rechtsübergreifenden Spaltung eintreten, wenn die Anteilseigentümer vor der Strukturänderung im gleichen Verhältnis an der Gesellschaft beteiligt sind wie an der neuen Gesellschaft.

All diese Maßnahmen betreffen die Struktur der AG oder die Zusammensetzung des Aktionärskreises, „also Umstände, welche unmittelbar die Sphäre der AG als Verbandsperson berühren und für die deshalb die Entscheidung durch die Verbandsperson nahe liegend ist“, so Bachner.¹¹⁵ Zu erforschen ist daher, ob auch das Delisting iZm der Verbandsperson steht und als Strukturänderung einzuordnen ist. Im Einzelnen:

¹¹⁵ Doralt/Nowotny/Kalss, Kommentar zum Aktiengesetz 1125.

3.1 Gravierende Strukturänderung im Innenleben der Gesellschaft

Das Argument, wonach auch bei einem freiwilligen Delisting einer AG ein Hauptversammlungsbeschluss in analoger Anwendung etwa der oben genannten Rechtsformwechsel zu erfolgen hat, mag nicht völlig zu überzeugen.

Beim freiwilligen Delisting findet keine Strukturänderung der Gesellschaft – weder im Innenleben noch in Form der Änderung des äußeren Rechtskleids – statt, die AG bleibt unverändert. Auch die Mitgliedschaft des Aktionärs, das Verhältnis seiner Anteile oder seine Mitgliedschaftsrechte werden nicht verändert. Dagegen wird bei einem Rechtsformwechsel und selbst bei der Verschmelzung auf eine nicht notierende AG eine Umstrukturierung der Gesellschaften vorgenommen, die sowohl die Mitgliedschaftsrechte als auch die Anteilsverhältnisse der Aktionäre maßgeblich verändern kann.

Das Argument, dass dem (etwa bei Verschmelzung auf eine nicht notierende AG unter Wahrung der Anteilsverhältnisse) letztlich nicht so sein muss, überzeugt nicht. Zweck der Befassung der Hauptversammlung mit dem Umstrukturierungsbeschluss ist eben gerade die Information und Zustimmung der Aktionäre über eine mögliche Veränderung.

Auch beim kalten Delisting wird von der hL ein über die Strukturänderung hinausgehender Beschluss nicht verlangt und ist in der Praxis auch nicht üblich. Stimmt die Hauptversammlung in der qualifizierten Mehrheit etwa der Verschmelzung mit einer nicht notierenden AG oder GmbH zu, ist keine weitere gesellschaftsrechtliche Maßnahme für das Delisting erforderlich.¹¹⁶

Die Hauptversammlungszuständigkeit bei der Verschmelzung, Spaltung oder Umwandlung findet ihre Berechtigung daher vorwiegend in der Strukturänderung der Gesellschaft.

¹¹⁶ Gruber, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 110; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 25 Rz 28; für Deutschland: Gross, Kapitalmarktrecht §§ 42, 43 Rz 13.

Eine Strukturänderung findet beim freiwilligen Delisting aber nicht statt:¹¹⁷ Sowohl die Struktur der Gesellschaft als auch die Mitgliedschaftsrechte und Anteilsverhältnisse der Aktionäre an der Gesellschaft bleiben durch das Delisting unberührt.

Auch werden weder Gesellschaftsvermögen noch die Identität des Unternehmens als solche berührt:¹¹⁸ Eingegriffen wird nur in die Veräußerungsfähigkeit der Anteile. Nach *Gruber* kann daher bei einem freiwilligen Delisting jedenfalls nicht von einer gravierenden Strukturänderung der Gesellschaft gesprochen werden.¹¹⁹ Dem ist zuzustimmen.

3.2 Marktverlust

Die Tatsache, dass der Aktionär beim freiwilligen Delisting wie beim Rechtsformwandel durch den Marktverlust in der Verkehrs- und Veräußerungsfähigkeit seiner Aktien beeinträchtigt wird, wird mehrfach als Argument für die Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses genannt:

„Die aus der Beendigung der Börsenotierung resultierende Einschränkung der Verkehrsfähigkeit der Aktien ist dem Verlust der Fungibilität der Anteile gleichzuhalten, der auch bei jeder Rechtsformänderung von einer AG in eine GmbH wegen der Notariatspflicht bei Übertragung von GmbH-Geschäftsanteilen eintritt“,

¹¹⁷ AA *Kalss* in *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 641, wonach das „Auseinanderfallen der maßgeblichen (gesellschaftsrechtlichen) Regelungen für kapitalmarktfremde Aktiengesellschaften und kapitalmarktorientierte Gesellschaften einem Rückzug von der Börse sich immer stärker einem Rechtsformwechsel annähert“.

¹¹⁸ *Schwarz*, Zuständigkeit der Hauptversammlung zu Strukturmaßnahmen, *ecolex* 1997, 670 spricht in diesem Zusammenhang von Strukturänderungen, wenn von einer Maßnahme „wirtschaftlich wesentliche Teilbetriebe betroffen sind“ bzw. „das Kerngeschäft, das in den letzten Jahren von der Gesellschaft betrieben wurde, aufgegeben oder wesentlich reduziert werden soll“.

¹¹⁹ *Gruber*, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, *GesRZ* 2005, 110; *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, *wbl* 2003, 17; AA *Schärf*, Rechtsprobleme beim „Going Private“ einer börsennotierten Aktiengesellschaft, *GesRZ* 1995, 46 ff; *Hackstein*, Going Private, der Rückzug von der Wiener Börse 189.

so etwa nach Ansicht von Kalss.¹²⁰

Dem ist nicht zuzustimmen. Die Börse ist nicht die einzige Möglichkeit, Wertpapiere zu veräußern oder ihren Verkehrswert festzustellen. Obgleich dem Aktionär der Zugang zum Börsemarkt genommen wird, bleibt es ihm überlassen, seine Gesellschaftsanteile jederzeit an jede beliebige Person zum vereinbarten bzw festgestellten Preis zu veräußern. Das Wegfallen des Börsemarkts schließt die Möglichkeit einer Veräußerung seiner Anteile nicht vollständig aus. Reduziert sind in der Praxis jedoch die Möglichkeiten des Verkaufs, da sich bei einer privatisierten AG oftmals nur der Mehrheitsaktionär zu einem Ankauf bietet.

Die eingeschränkte Veräußerbarkeit der Aktien stellt im Weiteren aber kein überzeugendes (alleiniges) Argument dar, über die mangelnden Strukturänderungen hinwegzusehen, um eine Zuständigkeit der Hauptversammlung zu begründen.¹²¹ Die Börsenotierung betrifft eben nur die Verkehrsfähigkeit der Aktien, jedoch weder die Struktur der Gesellschaft noch das Verhältnis des Gesellschafters zur Gesellschaft oder seine Anteile.

Ungeachtet des zweifellos vorhandenen Schutzbedürfnisses der Minderheitsaktionäre bei einem Going Private der Gesellschaft¹²² erscheint die Annahme einer analogen Kompetenz der Hauptversammlung zur Entscheidung *de lege lata* problematisch.

„Für den Aktionär verwirklicht sich vielmehr ein wirtschaftliches Risiko, mit dem er bereits bei Erwerb der Aktie rechnen musste(...). Eine mit dem Konsumentenschutzrecht vergleichbare Intensität des verbandsrechtlichen Schutzes für Anleger erscheint mir auch de lege ferenda daher nicht angezeigt“,

¹²⁰ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht 640; vgl auch Zollner, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 209.

¹²¹ Doralt/Nowotny/Kalss, Kommentar zum Aktiengesetz § 103 AktG, Rz 41.

¹²² Welche bereits im Vorfeld des Aktienkaufs durch Aufklärungspflichten des Anlage suchenden Publikums erfolgen sollte, so Klement, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 19.

so *Klement*.¹²³

Auch *Gruber* folgt dieser Ansicht: „Dem Vorschlag, das Delisting aktienrechtlich analog zum Rechtsformwechsel zu behandeln, kann daher wegen zu großer Verschiedenheit der Sachverhalte nicht beigespflichtet werden“.

Dem ist zuzustimmen. Der Marktverlust als alleiniger Grund vermag eine Hauptversammlungszuständigkeit nicht zu begründen.

3.3 Unanwendbarkeit des Übernahmerechts

Nach *Kalss* und *Zollner* spricht beim freiwilligen Delisting auch die Tatsache, dass mit der Notierungsbeendigung die Anwendbarkeit des Bundesgesetzes betreffend Übernahmeangebote (Übernahmegesetz, ÜbG) entfällt, für die Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses.¹²⁴

Die Übernahmekommission (ÜbK) hat den Umstand des Entfalls des ÜbG in Folge eines freiwilligen Delisting vom geregelten Freiverkauf auf Antrag der SLAV Handel Vertretung und Beteiligung AG in ihrer Stellungnahme vom 17.10.2006 näher erläutert.¹²⁵ Danach scheidet eine unmittelbare Anwendung des ÜbG nach Beendigung der Notierung der Aktien im geregelten Markt (Amtlicher Handel, Geregelter Freiverkehr) und anschließender kontrollierender Beteiligung aus. Aus dem ÜbG lasse sich keine allgemeine Angebotspflicht für alle Fälle des Delisting herleiten.¹²⁶ Führt der Verlust der Börsennotiz aber als direkte Folge zu dem zum Kontrollwechsel führenden (Umgründungs-)Schritt oder ist das Delisting zumindest ein Teil der als wirtschaftlichen Einheit zu betrachtenden Gesamttransaktion, könne eine analoge Anwendung des ÜbG bejaht werden, sodass den Minderheitsaktionären auch die Rechte aus dem ÜbG zu gewähren

¹²³ *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 17 ff.

¹²⁴ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 641; *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach österreichischem Recht, GeS 2004, 145.

¹²⁵ Stellungnahme der Übernahmekommission, ÜbK 17.10.2006, GZ 2006/3/4-17.

¹²⁶ Vgl auch ÜbK 07.04.2006, GZ 2006/1/1-44.

sind. Eine analoge Anwendung des ÜbG ist nach Ansicht des Senats auch dann geboten, wenn der kontrollierende Aktionär zunächst die Notierungsbeendigung veranlasst, um seine Beteiligung sodann mit Kontrollprämie weiterzuveräußern.¹²⁷

Das Argument von *Kalss* kann also nicht völlig überzeugen, da nach Ansicht der ÜbK nur bei einer als Gesamttransaktion (Delisting und anschließende Erlangung einer kontrollierenden Beteiligung) eine analoge Anwendung der übernahmerechtlichen Bestimmungen zur Anwendung gelangen sollen. Der Begründung der Hauptversammlungszuständigkeit mit der Annahme, dass auch für jene Fälle, in welchen kein inhaltlicher (oder zeitlicher) Konnex zwischen Delisting und Kontrollwechsel hergestellt werden kann, das ÜbG mit dem Delisting entfällt, ist darüber hinaus nicht zielführend.

3.4 Minderheitenschutz

Teile der Lehre vertreten die Ansicht, dass der Vorstand bei seiner Entscheidung über ein Delisting die Interessen der Minderheitsaktionäre nicht zu berücksichtigen hat.¹²⁸

§ 70 AktG verlangt demgegenüber, dass sich der Vorstand bei Unternehmensentscheidungen am Wohl des Unternehmens jedenfalls unter Berücksichtigung der Interessen der Aktionäre zu orientieren hat. Die Gegenmeinung verlangt in Orientierung an *leg cit* für den Minderheitenschutz daher auch die Befassung der Hauptversammlung für ein Delisting.¹²⁹

Fraglich ist jedoch, ob ein Hauptversammlungsbeschluss überhaupt als Minderheitenschutz geeignet ist.

¹²⁷ ÜbK 17.10.2006, GZ 2006/3/4-17, 3f.

¹²⁸ *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 19.

¹²⁹ *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 143; *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts 295; *Kalss*, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 374.

Eine Beschlusskompetenz, die nur eine einfache Mehrheit verlangt, so wie sie der BGH in *Macrotron* vorschlägt, reicht zum Schutz der vermögenswerten Interessen der Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht aus.

Doch selbst bei einer qualifizierten Mehrheit von drei Viertel wie bei der Verschmelzung unter gleichen Rechtsträgern kann die Beschlussfassung dem einzelnen Aktionär wenig Schutz bieten, wird er doch idR von dem bzw den dominierenden Mehrheitsaktionären überstimmt. Denn die qualifizierte Mehrheit bedeutet eben nicht die Zustimmung jedes Gesellschafters – und eine Einzelzustimmung jedes betroffenen Aktionärs wird selbst nach der Lehre nicht gefordert.¹³⁰

Der Hauptversammlungsbeschluss findet seine Berechtigung daher nicht im Anlegerschutz.

3.5 Parallelen zum *Squeeze-out*

Bei einem *Squeeze-out* hat der Gesellschafter kein Austrittsrecht, sondern wird von der Gesellschaft ausgeschlossen. Obgleich für einen Ausschluss vorgesehen ist, dass der Hauptgesellschafter mehr als 95% der Anteile hält, ist in § 4 GesAusG auch ein Hauptversammlungsbeschluss mit einer Mehrheit der abgegebenen Stimmen erforderlich.

In der Hauptversammlung sind der Entwurf des Beschlussantrags über den Ausschluss, der *Squeeze-out*-Bericht des Vorstands und Hauptgesellschafters, der Prüfbericht des Barabfindungsprüfers, der Bericht des Aufsichtsrats, ein mögliches Gutachten zur Angemessenheit der Barabfindung und die Jahresabschlüsse und Lageberichte der letzten drei Jahre aufzulegen und der *Squeeze-out*-Bericht des Vorstands und Hauptgesellschafters von diesen mündlich zu erläutern.¹³¹ Diese hat hinsichtlich der vorzulegenden Berichte insofern eine gewisse Publizitätswirkung, die auf die Information der Minderheitsaktionäre abzielt.

¹³⁰ Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börserechts 294ff.

¹³¹ Ruhm, Praxisleitfaden zum Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern, ecolex 2007, 353f.

Außer den Informationen zur Abfindung kann der Minderheitsaktionär dem Formalakt der Beschlussfassung aber nichts abgewinnen. Auch eine Anfechtung des Hauptversammlungsbeschlusses mittels Klage kann nicht darauf gestützt werden, dass die Barabfindung nicht angemessen festgelegt wurde oder dass die Erläuterungen der Barabfindung im Vorstandsbericht nicht den gesetzlichen Bestimmungen entsprechen.

Die Entscheidung des Gesetzgebers, der die Hauptversammlungskompetenz zur Beschlussfassung über ein *Squeeze-out* 2006 im GesAusG festgelegt hat, dennoch auf diesen Formalakt nicht verzichten zu wollen, spricht wiederum für das Argument, diese nicht an das Erfordernis gravierender Strukturänderungen oder den Minderheitenschutz anzuknüpfen.

3.6 *Contrarius actus* zum Going Public

Da für das Going Public (IPO) keine eigenen Regelungen bestehen, sind die allgemeinen Bestimmungen des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts über die Frage der Zuständigkeit der Hauptversammlung anzuwenden.

Gem § 145 AktG bedarf jede Satzungsänderung eines Beschlusses der Hauptversammlung. Eine Kapitalerhöhung, die stets eine Satzungsänderung bewirkt, kann daher grds nur auf Basis eines Hauptversammlungsbeschlusses erfolgen.¹³²

Die Satzung kann jedoch eine Regelung vorsehen, wonach der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital durch Ausgabe bis zu einer bestimmten Stückzahl neuer Aktien mit Höchstnominale ein- oder mehrmals erhöhen kann. Der Aufsichtsrat ist sodann befugt, Änderungen der Satzung der Gesellschaft, die sich durch die Ausgabe von Aktien aus dem genehmigten Kapital ergeben, zu beschließen.

¹³² Doralt/Nowotny/Kalss, Kommentar zum Aktiengesetz 1113.

Die Frage der Hauptversammlungszuständigkeit stellt sich auch für das *Secondary Public Offering*,¹³³ bei dem bestehende Anteilseigentümer einer bereits börsennotierten AG ihre Aktien in Form eines öffentlichen Angebots über die Börse veräußern. Der Erlös fließt nicht wie bei der Kapitalerhöhung der Gesellschaft, sondern den jeweiligen Aktionären zu. Mangels Kapitalerhöhung bzw Satzungsänderung bedarf dieses daher auch grds nicht der Zustimmung der Hauptversammlung.

Teile der Lehre wollen für das Going Public die Entscheidung *Holzmüller* heranziehen. Nach hL fällt das IPO aber – mangels Strukturänderung oder Eingriffs in die Mitgliedschaft der Aktionäre – in die Geschäftsführungsbefugnis und -politik von Vorstand und Aufsichtsrat.¹³⁴

Gegen eine *lex lata*-Zuständigkeit der Hauptversammlung beim Going Public spricht sich auch *Gruber* aus: „Der Aktionär verliert ja beim Going Public keinen Markt für seine Aktien, sondern er gewinnt einen Markt“.

Das Argument, für das Delisting einen Hauptversammlungsbeschluss als *contrarius actus* zum Going Public zu verlangen, vermag daher nicht zu überzeugen, da auch für das IPO nur aus Gründen der Satzungsänderung (Kapitalerhöhung) die Hauptversammlung befasst werden muss und keine generelle Hauptversammlungszuständigkeit für einen Beschluss über ein Going Public begründet ist – und auch *de lege ferenda* nicht begründet werden soll.

4. Zusammenfassung

Im Ergebnis ist die Hauptversammlungszuständigkeit für ein freiwilliges Delisting *de lege lata* zu verneinen. Die positiv-rechtlichen Lösungsmodelle sind systematisch und dogmatisch nicht für das Delisting heranzuziehen.

¹³³ Zum Begriff siehe das Online-Börselexikon der Wiener Börse unter <http://www.wienerborse.at/beginner/lexicon/19/457> (08.07.2009).

¹³⁴ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 318 mwN.

De lege ferenda ist die Regelung der Hauptversammlungszuständigkeit für ein Delisting durch den Gesetzgeber dennoch wünschenswert. Obgleich ein Beschluss nicht als Minderheitenschutz geeignet ist, dient er doch der geeigneten Information und Aufklärung der Aktionäre und hat somit eine gewisse Publizitätswirkung. Als Vorbild könnte die Regelung zur Hauptversammlung beim *Squeeze-out* dienen.

Kapitel 5

Austritts- und Abfindungsrecht der Aktionäre

Ist der Schutz der Funktionstauglichkeit des Marktes gewahrt, so stellt sich im Weiteren die Frage nach dem Schutz der Minderheitsaktionäre des Emittenten im Rahmen des Delisting. Die Frage stellt sich nicht nur beim freiwilligen Delisting; denkbar wäre auch ein Austritts- und Abfindungsrecht der Aktionäre beim unfreiwilligen Delisting, welches *de lege lata* aber nicht vorgesehen ist.

Verlangt werden zumeist ein Austrittsrecht und eine angemessene Abfindung ihrer Anteile. Während der Hauptgesellschafter eine erforderliche Mehrheit für Beschlüsse der Hauptversammlung leicht erzielen kann und aufgrund seiner Mehrheitsbeteiligung eine umfassende Kontrollmöglichkeit der Gesellschaft hat, muss der Minderheitsgesellschafter sich den Beschlüssen der Mehrheit fügen und kann – für den Fall eines Anteilverkaufs (idR an den Hauptgesellschafter) diese oft nur unter ihrem tatsächlichem wirtschaftlichen Wert verkaufen. *Harrer* verlangt das Austrittsrecht, obgleich die Möglichkeit der Übertragung eines Anteils die Notwendigkeit eines solchen relativiert, da sich in der Praxis die Situation ergeben kann, dass der Anteil keinen Erwerber findet.¹³⁵

Die Ausstattung der Aktionäre mit solchen Rechten wirkt auch *ex ante* – investieren die Anleger doch mit größerer Bereitschaft in einen funktionierenden Kapitalmarkt, der sie – etwa für den Fall eines Delisting oder anderen unerwarteten Strukturmaßnahmen – mit rechtlicher Sicherheit hinsichtlich ihrer Ansprüche aus ihren Anlagen ausstattet.

Die jederzeitige Realisierung ihrer Aktienwerte wahrt dem Aktionär das Recht auf Selbstbestimmung und die Möglichkeit, sich von der Gesellschaft jederzeit durch Verkauf der Anteile zu lösen. Die Anerkennung von Austritts- und Abfindungsrecht trägt dabei maßgeblich zu einem Schutz der vermögenswerten Interessen von Aktionären bei, die mangels umfassender Beteiligung oder Mehrheitsver-

¹³⁵ *Harrer*, Ausschließung, Austritt und Kündigung im Recht der GmbH, Festschrift Frotz 283.

hältnissen nur einen geringen Stimmrechtseinfluss haben und daher Beschlüsse weder mitentscheiden noch verhindern können.¹³⁶

Durch die Notierungsbeendigung verliert der Aktionär die Möglichkeit, sich rasch und ohne großen Aufwand den Geldwert seiner Investitionen über den Börsemarkt realisieren zu können. Sowohl die Markt- als auch die Bewertungsfunktion des geregelten Marktes an der Wiener Börse stehen dem einzelnen Anleger nicht mehr zur Verfügung.

Zusammenfassend verfolgt das Austritts- und Abfindungsrecht nach *Kalss* drei Ziele:

„ (...) nämlich die (1) Freiheitswahrung und Erhaltung der Selbstbestimmung des oder der betroffenen Gesellschafter; (2) den Vermögensschutz der austrittswilligen Gesellschafter; und schließlich (3) den Präventivschutz von belastenden Maßnahmen, die für den Verband insgesamt von Nachteil sind, wodurch Einfluss und Kontrollmöglichkeiten der jeweils berechtigten Anteilseigner steigen.“¹³⁷

Ob der Rückzug von der Börse mit dem Interessen der Anleger konform gehen muss, ist nicht ausreichend geklärt. Nach Ansicht der Vertreter eines umfassenden Minderheitenschutzes ist diesen jedenfalls ein Austritts- bzw Abfindungsrecht einzuräumen. Die mangelnde gesetzliche Regelung wird dabei kurzerhand durch Analogievorschläge „ausgebessert“. Die Gegenmeinung stützt sich auf die Ansicht, dass trotz dem Versuch einer analogen Begründungsweise diese nach der *lex lata* dem Aktionär nicht zusteht.

Was das Institut des Austritts- bzw Abfindungsrecht für das Delisting inhaltlich verlangen soll, ist ebenso Teil der geführten Diskussion. Obgleich sich ein solches im österreichischen Gesellschaftsrecht mehrfach findet, liegt keine einheitliche Legaldefinition vor. Mit der Frage des Austrittsrechts geht die Frage nach

¹³⁶ *Kalss*, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 374.

¹³⁷ *Kalss*, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 368 mwN.

einer angemessenen Barabfindung einher, die dem Aktionär im Rahmen seines Austritts für seine Anteile gewährt wird.

1. Die Entscheidung Macrotron

Ein Blick über die Grenze legt einen Vergleich mit der *Macrotron*-Entscheidung des BGH nahe:¹³⁸ So kommt dieser nämlich neben der Begründung der Hauptversammlungszuständigkeit zu dem Schluss, dass für einen effektiven Minderheitenschutz im Rahmen eines Delisting die Aktionäre das Recht auf ein Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien hätten (sog. *Abfindungsrecht*)¹³⁹. Dies soll dem Umstand Rechnung tragen, dass dem Minderheitsaktionär die Möglichkeit der vereinfachten Veräußerung seiner Gesellschaftsanteile und somit die jederzeitige Realisierung seiner Vermögenswerte genommen wird.

Da in Deutschland gem § 38 Abs 4 dBörseG gesetzlich vorgesehen ist, dass der Widerruf der Zulassung dem Schutz der Anleger nicht widersprechen darf, die den Börsen überlassene nähere Ausgestaltung dieser Schutzrechte jedoch nicht näher definiert ist, sieht der BGH im Pflichtangebot gem §§ 35 ff dWpÜG an den einzelnen Aktionär zum Ankauf seiner Anteile durch die Gesellschaft bzw den Großaktionär ein adäquates Instrument.

Dieses Schutzbedürfnis der Minderheitsaktionäre, so der BGH, stützt sich auf die individuelle Freiheit der Anleger, das in Aktien investierte Kapital jederzeit zu realisieren.¹⁴⁰ Ein Pflichtangebot an die Aktionäre hat deshalb gleichzeitig mit dem Beschlussantrag über den Börserückzug zu erfolgen. Dieses Angebot der Gesellschaft oder des Großaktionärs soll von den Anlegern in einem gerichtlichen Verfahren hinsichtlich des Wertes der Aktien überprüft werden können, da diesen volle Abgeltung zustehe. Hierfür erkennt der BGH ein Spruchverfahren

¹³⁸ BGH 25.11.2002, II ZR 133/01, BGHZ 153, 47.

¹³⁹ BGH 25.11.2002, II ZR 133/01, BGHZ 153, 57.

¹⁴⁰ *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 17f.

zur Feststellung des aktuellen wahren Wertes der Aktien als geeignet.¹⁴¹ Obgleich der BGH die Grundlage, auf die er das Abfindungsrecht stützt, nicht erwähnt, ergibt sich diese zweckmäßig wiederum aus der Eigentumsgarantie des Art 14 GG.

2. US-amerikanisches appraisal right

Im US-amerikanischen Recht gehört das *appraisal right* zum Minderheitenschutz und dient dem Ersatz des Einstimmigkeitsprinzips, das ursprünglich bei gravierenden Änderungen innerhalb der Gesellschaftsstrukturen vorgesehen war.

Das *appraisal right* ist nach dem US-Investment-Experten *Investopedia*

*„the right of a shareholder to demand the fair payment of securities undergoing a merger. It is a protection policy for shareholders, preventing corporations involved in the merger from paying less than the company is worth to the shareholder“.*¹⁴²

Das online BusinessDictionary erklärt das *appraisal right* wie folgt:

*„In an acquisition or merger, the right of a dissenting stock holder to require the purchase of his or her shares at their fair market value as determined by an independent party. This provision prevents the firm's sale at less than its true worth.“*¹⁴³

Es findet sich in allen Aktienrechten der Bundesstaaten verankert.¹⁴⁴ Ein *appraisal remedy* sichert bei Grundlagenänderungen den Anspruch auf Abfindung und

¹⁴¹ Hat der BGH in Macrotron noch auf die §§ 306 dAktG und 305 dUmwG verwiesen, so wurde das Spruchverfahren in der Zwischenzeit mit dem Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren (SpruchG) geregelt.

¹⁴² *Investopia*, <http://www.investopedia.com/terms/a/appraisalright.asp> (28.06.2009).

¹⁴³ BusinessDictionary, <http://www.businessdictionary.com/definition/appraisal-right.html> (28.06.2009).

¹⁴⁴ Vgl. *Wertheimer*, The Shareholders' Appraisal Remedy and how Courts determine Fair Value, 47 Duke L. J. 613.

damit verbunden das Recht auf eine angemessene Abfindung mit *fair value*, die im Zweifel durch die Gerichte festzusetzen ist.¹⁴⁵

3. Nach österreichischem Recht

Ein Teil der österreichischen Lehre will den Aktionären im Falle der Notierungsbeendigung ein Austritts- und Abfindungsrecht mit der Begründung eines gravierenden Eingriffs in die Mitgliedschaftsverhältnisse einräumen.¹⁴⁶

In Anbetracht der bloß punktuellen Regelung in einzelnen Nebengesetzen muss die Frage gestellt werden, ob diese für die Situation des Going Private einer AG analogiefähig sind.

Voraussetzung für die analoge Anwendung von andernorts geregelten Austritts- und Abfindungsrechten ist das Bestehen einer planwidrigen Lücke. Über diesen Punkt gehen die Meinungen der Lehre auseinander: Je nach Ansicht pro oder contra die Herleitung eines Austritts- und Abfindungsrechts auch für das Delisting wird auf planwidrig oder planmäßigkeit geschlossen.

Voraussetzung für die analoge Anwendung wäre jedenfalls eine den gesetzlichen geregelten Fällen vergleichbare Schwere des Eingriffs in bestehende Mitgliedschaftsrechte der Anteilsinhaber und nicht jede bloße Satzungsänderung.

Voraussetzung ist ein Eingriff von so grundlegender Bedeutung (*fundamental change*), dass dem Anteilsinhaber ein zwingender Verbleib nicht zumutbar ist. Es ist ihm daher ein Optionsrecht zur Wahl zu stellen, wonach er entweder wei-

¹⁴⁵ Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 374.

¹⁴⁶ Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 374. Kalss/Winner, Umgründungs- und Übernahmerecht – Versuch einer Synthese, ÖBA 2000, 51; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht 641; Zollner, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht (Teil I), GeS 2004, 140; aA Klement, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 18. Klement, BHG nimmt zu den aktienrechtlichen Voraussetzungen eines Delisting Stellung, Ergänzung Going Private – Delisting – P2P, wbl 2003, 315; Gruber, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 107.

terhin Aktionär der privaten AG bleiben will (*opting-in*) oder die Anteile zur Beendigung der Mitgliedschaft abgeben (*opting-out*) möchte.¹⁴⁷

Während weder das GmbHG noch das AktG ein grds Austrittsrecht bei gravierenden Satzungsänderungen oder Veränderungen des Mitgliedschaftsrechts vorsehen, finden sich diesbezügliche Regelungen etwa in § 9 und § 11 SpaltG und in § 22 ÜbG.

Obgleich von der Lehre einhellig ein Austrittsrecht für GmbH-Gesellschafter bei wichtigem Grund schon immer gefordert wurde,¹⁴⁸ wird dies hinsichtlich der Aktionäre nur teilweise anerkannt. Grund ist die leichtere Übertragbarkeit der Aktien bei einer an der Börse notierenden AG. Hingegen wird für die private AG ein Austrittsrecht regelmäßig befürwortet.¹⁴⁹

Im Weiteren soll erörtert werden, ob sich eine Basis für Analogien finden lässt; diese Untersuchung wird dadurch erschwert, dass die Austrittsrechte im österreichischen Gesellschaftsrecht nicht einheitlich geregelt sind. Die einzelnen Bestimmungen sind das Ergebnis einer punktuellen Gesetzgebung, die keine geschlossene Systematik aufweist. Nichtsdestotrotz ist die Zielrichtung dieselbe, nach welcher im Folgenden für die Parallelität der Sachverhalte auch für das Delisting gesucht werden soll.

3.1 Verschmelzung

Bei der Verschmelzung erhalten die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft Anteile der übernehmenden Gesellschaft. Das Umtauschverhältnis der Aktien und ggf die Höhe der baren Zuzahlungen ist angemessen festzulegen (§§ 220 b Abs 4, 225b, 225c Abs 1 AktG).

¹⁴⁷ Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 367, 378.

¹⁴⁸ Harrer, Ausschließung, Austritt und Kündigung im Recht der GmbH, Festschrift Frotz 283 mwN, der in diesem Zusammenhang von „unverzichtbaren Mitgliedschaftsrechten“ spricht.

¹⁴⁹ Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 366 mit Verweis auf Grunewald in Festschrift Claussen 103, 111; Grunewald in Lutter, UmwG2 § 29 Rz 23; Wiedemann, Gesellschaftsrecht 401.

Der Verschmelzungsprüfer hat im Rahmen seiner Prüfung mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob das vorgeschlagene Umtauschverhältnis der Aktien und ggf der Höhe der baren Zuzahlungen angemessen ist. Dabei ist insb anzugeben, nach welchen Methoden das vorgeschlagene Umtauschverhältnis ermittelt worden ist, aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist und welches Umtauschverhältnis sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewendet worden sind, jeweils ergeben würde (§ 220 b Abs 4 AktG).

Sind das Umtauschverhältnis oder die baren Zuzahlungen nicht angemessen festgelegt, hat jeder Aktionär einer der beteiligten Gesellschaften einen Anspruch gegen die übernehmende Gesellschaft auf Ausgleich, der über einen Antrag bei Gericht festgestellt werden kann. Das Gericht hat dabei das Umtauschverhältnis zu prüfen und kann für den Fall, dass dieses nicht als angemessen befunden wird, eine bare Zuzahlung an den jeweiligen Aktionär durch die übernehmende Gesellschaft anordnen.

Welcher Maßstab für die Angemessenheit heranzuziehen ist, ist in den §§ 220 b Abs 4, 225c Abs 1 AktG nicht geregelt. Die Bewertungsmethode ist den Gesellschaften freigestellt; es muss zur Gewährleistung der Nachvollziehbarkeit jedoch erläutert werden, nach welchen Kriterien das ausgewählte Verfahren zu Bewertung der Anteile erfolgt ist. Letztlich lässt sich daraus nur gewinnen, dass das Umtauschverhältnis als angemessen gelten kann, wenn es auf einer richtigen Bewertung der jeweiligen Unternehmenswerte beruht.¹⁵⁰

3.2 Spaltung

Auch nach § 5 Abs 4 SpaltG hat bei der nicht verhältnismäßigen Spaltung der Prüfer mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob das vorgeschlagene Umtauschverhältnis der Anteile, ggf die Höhe der baren Zuzahlungen und deren Aufteilung auf die Anteilsinhaber, dem Barabfindungsangebot angemessen sind.

¹⁵⁰ *Koppensteiner*, Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht, JBl 2003, 709.

Auch hier geht das Gesetz wiederum von der Notwendigkeit einer Bewertung aus. Von Bedeutung hierfür ist die Methode, nach welcher das Umtauschverhältnis, die Aufteilung und die Barabfindungsangebote ermittelt werden, die Gründe der Angemessenheit der jeweiligen Methode sowie ein Vergleich der Ergebnisse unter Anwendung verschiedener Berechnungsmethoden.

Die Notwendigkeit einer Bewertung gilt danach offenbar auch für die §§ 9, 11 SpaltG zu der Festsetzung einer angemessenen Barabfindung, da es sich bei der Barabfindung lediglich um einen Ersatz in Geldwert des eigentlich vorgesehenen Anteils handelt. Insgesamt sind bei der Festsetzung und Prüfung zur Angemessenheit des Umtauschverhältnisses bzw dessen Barabfindung bei der nicht verhältnismäßigen Spaltung daher dieselben Maßstäbe wie für die Verschmelzung anzuwenden (vgl § 17 Z 5 SpaltG).

§ 9 SpaltG regelt das Barabfindungsangebot bei nicht verhältnismäßiger Spaltung. Danach kann jeder Anteilsinhaber, der einer nicht verhältnismäßigen Spaltung nicht zugestimmt hat, Anspruch auf angemessene Barabfindung seiner Anteile erheben, wenn er vom Zeitpunkt der Beschlussfassung der Gesellschafterversammlung bis zur Geltendmachung des Rechts Gesellschafter war. Dieser Anspruch steht einem Anteilsinhaber jedoch dann nicht zu, wenn er an allen beteiligten Gesellschaften im gleichen Verhältnis wie an der übertragenden Gesellschaft beteiligt ist. Anteilsinhaber, die das Barabfindungsangebot angenommen haben, können bei Gericht den Antrag stellen, dass die angebotene Barabfindung festgelegt wird. Für dieses Verfahren gelten die §§ 225 d bis 225m (ausgenommen die § 225e Abs 3 zweiter Satz und § 225j Abs 2 AktG) sinngemäß.

§ 11 SpaltG regelt das Barabfindungsangebot bei rechtsformübergreifender Spaltung. Hat die neue Gesellschaft danach eine andere Rechtsform als die übertragende Gesellschaft (rechtsformübergreifende Spaltung), so steht jedem Anteilsinhaber, der gegen den Spaltungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt hat, das Recht auf angemessene Barabfindung seiner Anteile zu. § 9 SpaltG ist sinngemäß anzuwenden, wobei das Recht zur gerichtlichen Fest-

legung nur denjenigen Anteilsinhabern zusteht, die gegen den Spaltungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt haben.

Analogiefähig ist das SpaltG für das Delisting jedenfalls nach Ansicht von *Kalss* und *Zollner*. Begründet wird diese Befürwortung mit einer Analogie hinsichtlich der Wertungen der §§ 9 ff SpaltG bzw § 22 ÜbG. So ließe sich bei einer genauen Betrachtung der Regeln einer rechtsformübergreifenden Spaltung gem § 11 SpaltG im Vergleich eine Ähnlichkeit zu der Situation des Delisting feststellen, sodass die Herleitung eines Austritts- bzw Abfindungsrechts ua aus § 11 SpaltG gerechtfertigt sei. Die Parallele von Rechtsformwechsel und Börserückzug lade daher zur Analogie ein:

*„Da die Interessenlagen beim Rechtsformwechsel in eine GmbH und bei Beendigung der Börsenotierung nahe beieinander liegen, wenn auch nicht ganz ident sind, ist die bei einer solchen Rechtsformänderung bestehende Barabfindungspflicht dem Grunde nach auch auf das Delisting anzuwenden.“*¹⁵¹

Eine Herleitung eines Minderheitenschutzes aus dem Rechtsformwechsel vermag *Gruber* im Gegensatz zu *Kalss* nicht zu überzeugen.¹⁵²

Auch *Klement* vermag ein Austritts- bzw Abfindungsrecht der Minderheitsaktionäre *de lege lata* nicht zu begründen.¹⁵³ Ähnlich wie *Gruber* sieht er in einem Delisting keinen ähnlichen Eingriffstatbestand, welcher eine Analogie mit §§ 9 und 11 SpaltG rechtfertigen könnte. Die Entscheidung *Macrotron* des BGH weist *Klement* für Österreich mangels Tätigwerden des VfGH zu dieser Frage zurück, da ein verfassungsrechtlicher Eigentumsschutz der Verkehrsfähigkeit von Aktien nach österreichischem Recht grds nicht besteht. Die Idee eines durch die Recht-

¹⁵¹ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 642.

¹⁵² *Gruber*, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 113f; *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 209.

¹⁵³ *Klement*, Börserückzug – Going Private – Delisting – 2P2, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 11; *Klement*, BHG nimmt zu den aktienrechtlichen Voraussetzungen eines Delisting Stellung, Ergänzung Going Private – Delisting – 2P2, wbl 2003, 312.

sprechung ausdifferenzierten Aktienverfassungsrechts hätte in Österreich noch nicht Fuß gefasst.

Wer nun die Interessenslagen beim Rechtsformwechsel und einem Going Private nahe beieinander sieht und auch die Barabfindungspflicht im Rahmen des (echten) Austrittsrechts des § 11 iVm § 2 Abs 1 Z 13 SpaltG analog auch auf die formwechselnde Umwandlung einer AG in eine GmbH anwenden will,¹⁵⁴ der wird eine solche auch für eine Verschmelzung unter gleichen Rechtsträgern befürworten.

3.3 Übernahmerecht

Neben der Prüfungskompetenz des Börseunternehmens mit der Möglichkeit, ein Delisting bei Nichtwahrung des Anlegerschutzes zu untersagen, verlangt *Zollner* die Einräumung eines Austrittsrechts im Rahmen eines einfachen öffentlichen und angemessenen Erwerbsangebots.¹⁵⁵ ISd §§ 4 ff ÜbG wären die Anleger durch ein öffentliches Angebot, alternativ auch im Rahmen eines eigenen Abfindungsverfahrens, zur objektiven Entscheidungsfindung rechtzeitig vom bevorstehenden Going Private zu informieren.¹⁵⁶

§ 22 ÜbG regelt die Angebotspflicht bei Erlangen der Kontrolle an einer börsenotierten Gesellschaft. Danach ist bei erstmaligem Erlangen der Kontrolle oder bei einem Kontrollwechsel ein Austrittsrecht vorgesehen, da mit dem Kontrollwechsel die Möglichkeit einer deutlichen Änderung des Wertes der Anteile besteht, sodass von einer Änderung der Geschäftsgrundlage auszugehen ist.

§ 22 Abs 1 ÜbG bestimmt, dass, wer eine unmittelbare oder mittelbare kontrollierende Beteiligung an einer Zielgesellschaft erlangt, ein für alle Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft entsprechendes Angebot an deren Inhaber zu unterbreiten hat. Dabei muss als Gegenleistung mindestens ein Preis angeboten werden,

¹⁵⁴ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 642 mit Verweis auf *Zollner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, Kommentar zum Aktiengesetz § 244 Rz 19ff; *Kalss*, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 373.

¹⁵⁵ *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht (Teil II), GeS 2004, 212.

der dem durchschnittlichen nach den jeweiligen Handelsvolumina gewichteten Börsenkurs während der letzten sechs Monate entspricht. Der Preis darf die höchste vom Bieter oder von einem gemeinsam mit ihm vorgehenden Rechtsträger innerhalb der letzten zwölf Monate in Geld gewährte oder vereinbarte Gegenleistung für dieses Beteiligungspapier der Zielgesellschaft nicht unterschreiten.

Koppensteiner und *Nowotny* sehen diese Regelung aus bewusst kapitalmarktrechtlichen Überlegungen konzipierte Regelung für Sachverhalte außerhalb seines Anwendungsbereichs, wie bspw auf nicht börsennotierte Zielgesellschaften, nicht anwendbar.¹⁵⁷

Kaindl will hingegen mit Verweis auf die Regelungszwecke des ÜbG das § 22 Abs 1 ÜbG auch auf Transaktionen, in denen die Börsennotierung entfällt (etwa bei der Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft), direkt anwenden.¹⁵⁸

Nach *Huber/Alscher* begründet die Beendigung der Börsennotierung *per se* keine Anwendbarkeit des ÜbG, wobei Ausnahmen im Fall eines rechtlichen oder wirtschaftlichen Zusammenhangs eines Delisting mit einem Kontrollwechsel denkbar wären.¹⁵⁹

Gleichermaßen hat sich auch die ÜbK in ihrer Stellungnahme vom 17.10.2006 geäußert, wonach in Fällen, in denen „*der Verlust der Börsennotiz eine direkte Folge des zum Kontrollwechsel führenden (Umgründungs-) Schritts ist oder die Beeinträchtigung der Börsennotiz zumindest als Teil der als wirtschaftlich[e] Einheit betrachtenden Gesamttransaktion zu sehen ist*“ das ÜbG analog anzuwen-

¹⁵⁶ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 642.

¹⁵⁷ *Koppensteiner*, Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht, JBl 2003, 707ff; *Nowotny*, Zur Auslegung des Übernahmegesetzes, RdW 2000, 331.

¹⁵⁸ *Kaindl*, Das Pflichtangebot im ÜbG, 120 ff mit Verweis auf die Stellungnahme der Übernahmekommission GZ 2000/1/4-171, GesRZ 2000, 253 = ecolex 2000, 875 = wbl 2000, 544.

¹⁵⁹ *Huber*, Übernahmegesetz § 2 Rz 16 und § 22 Rz 66 f, mit Verweis auf ÜbK vom 22.6.1999, GZ 1999/2/4-18, wonach übernahmerechtlich in der Angebotsunterlage auf das Risiko der Notierungsbeendigung nach einem öffentlichen Übernahmeangebot konkret hinzuweisen ist.

den ist und „den Minderheitsaktionären, aus deren Sicht es zu einem Kontrollwechsel kommt, eine Austrittsmöglichkeit zu gewähren ist“.¹⁶⁰

Die ÜbK verlangt für die analoge Anwendung des ÜbG aber das Vorliegen einer planwidrigen Regelungslücke. Nach Ansicht des Senats wäre „eine analoge Anwendung der übernahmerechtlichen Bestimmungen daher nur nach Maßgabe eines rechtlichen oder wirtschaftlichen Zusammenhangs zwischen Delisting und Kontrollwechsel, bzw bei Umgehungen, geboten“.¹⁶¹

Die Entscheidung des Gesetzgebers, die Anwendung des ÜbG nur auf börsennotierte Gesellschaften anzuwenden und nicht auch auf alle privaten AGs mit Streubesitz, ist nach Ansicht der ÜbK als rechtspolitische Entscheidung zu akzeptieren:

„Festzuhalten ist, dass sich nach Ansicht des Senats aus dem ÜbG keine allgemeine Angebotspflicht für alle Fälle des Delisting ableiten lässt. Die in der Lehre mehrfach geäußerte Ansicht, dass sich die Bestimmungen über das Übernahmeangebot als Mittel für ein solches Austrittsrecht besonders eignen würden, trifft sicher zu. Dies bedeutet jedoch nicht auch gleichzeitig, dass sich die entsprechende Angebotspflicht aus dem ÜbG entnehmen lässt.“¹⁶²

Eine analoge Anwendung der übernahmerechtlichen Bestimmungen scheidet daher – mangels Vorliegen einer planwidrigen Lücke – für Tatbestände ohne maßgeblichen rechtlichen oder wirtschaftlichen Zusammenhang zwischen Delisting und Kontrollwechsel aus.

¹⁶⁰ ÜbK 17.10.2006, GZ 2006/3/4-17, 3.

¹⁶¹ ÜbK 17.10.2006, GZ 2006/3/4-17, 5.

¹⁶² ÜbK 17.10.2006, GZ 2006/3/4-17, 2.

3.4 Ein wichtiger Grund nach ABGB

Vergleichbar ist das Austrittsrecht des Gesellschaftsrechts auch mit den zivilrechtlichen Bestimmungen zur außerordentlichen Kündigung bei Vorliegen eines wichtigen Grundes (vgl etwa §§ 834, 117 f, 1162, 1210 ABGB).¹⁶³

Eine Analogie dieser Regelungen über ein Austrittsrecht „aus wichtigem Grund“ kann jedoch nicht für jeden Sachverhalt angenommen werden: Vielmehr muss überlegt werden, ob die Regelung eines Austrittsrechts – wo vorgesehen – nicht ausschließlich für den konkreten Tatbestand konzipiert wurde.

Weiters ist zu prüfen, ob Sachverhalt und Bestimmung hinsichtlich der Schwere der Strukturierungsmaßnahme und damit des Eingriffs in Rechte der Anteilseigentümer als gleichwertig betrachtet werden können.

Ausgeschlossen sein wird die analoge Anwendung des Austrittsrechts für gesellschaftsrechtliche Maßnahmen, bei denen in einer wertenden Gesamtschau der bloß geringe Eingriff in die Anteilnehmerrechte gegenüber der Bedeutung der Strukturmaßnahme völlig in den Hintergrund tritt. Im Gegensatz dazu ist bei einem gravierenden Eingriff in die Aktionärsrechte (wenngleich auch bei Vorliegen einer bedeutsamen Strukturmaßnahme) eine Analogie in Erwägung zu ziehen.

3.5 Bankwesengesetz

Nach § 102 a BWG kann Partizipationskapital durch das Kreditinstitut eingezogen werden. Handelt es sich bei dem Kreditinstitut um eine AG mit börsenotierten Aktien und Partizipationsscheinen, hat der Einziehung ein Angebot auf Umtausch in Aktien voranzugehen. Inhaber von Partizipationsscheinen, die eine Umwandlung in Aktien nicht annehmen (können), sind bar abzufinden.

Dem Berechtigten aus Partizipationskapital ist gem § 102 a Abs 4 BWG eine angemessene Barabfindung zu gewähren.

¹⁶³ Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 366.

§ 2 Abs 3 UmwG ist hinsichtlich der zu erstellenden Berichte, der Prüfungen und der Rechtsbehelfe der Abfindungsberechtigten sinngemäß anzuwenden. In der Bekanntmachung des Beschlusses über die Einziehung sind die Berechtigten auf ihre mit der Abfindung verbundenen Rechte hinzuweisen.

Zu dieser Bestimmung hatte der Verfassungsgerichtshof¹⁶⁴ auf Antrag des OGH Stellung zu nehmen, da diese zum damaligen Zeitpunkt noch eine Differenzierung hinsichtlich der börsennotierten und nicht börsennotierten Partizipationsscheine vornahm: Während Erstgenannte nach § 102 a Abs 4 BWG nach dem durchschnittlichen Börsenkurs der letzten 20 Börsetage vor dem Beschluss über die Einziehung in bar abzufinden waren, wurde bei nicht-börsennotiertem Partizipationskapital nach § 2 Abs 3 UmwG eine „angemessene Abfindung“ verlangt.

Der VfGH verneinte eine Vereinbarkeit dieser Differenzierung mit der Eigentumsgarantie iSd Art 5 StGG und des Gleichheitssatzes. Nach dem VfGH sei die Verfassung verletzt, wenn der Betroffene eine Handlung zu seinen Lasten, die gleichzeitig zu Gunsten der Gesellschaft ausfallen würde, tätigen bzw akzeptieren müsse. Ein Verstoß gegen den Gleichheitssatz läge nach den Ausführungen des VfGH auch dann vor, wenn die Abfindung hinsichtlich des Unternehmenswerts unangemessen niedrig sei:

„Dem anfechtenden Gerichtshof (Anm. OGH) ist zuzustimmen, dass in der durch das Gesetz ermöglichten zwangsweisen Einziehung des Partizipationskapitals ein Eingriff in das Eigentum iSd Art5 StGG zu erblicken ist, wird dadurch doch dem bisherigen Partizipanten ein vermögenswertes Privatrecht entzogen, um daran – im Ergebnis – Rechte Dritter, nämlich des einziehenden Kreditinstituts bzw. dessen Anteilseigner, zu begründen. Bei solchen Regelungen muss der Gesetzgeber darauf achten, dass ein billiger Ausgleich zwischen den Erfordernissen des Allgemeininteresses und denen des Grund-

¹⁶⁴ VfGH 28.9.2002, G 286/01, *Koppensteiner*, Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht, JBI 2003, 707.

rechtsschutzes des einzelnen hergestellt wird. Der Gesetzgeber darf daher Regelungen, die derartige Eingriffe in das durch Art5 StGG geschützte Grundrecht bewirken, in verfassungsrechtlich unbedenklicher Weise nur vorsehen, soweit dies im öffentlichen Interesse liegt und nicht unverhältnismäßig und unsachlich ist (vgl etwa VfSlg. 14.503/1996 und die dort zitierte Judikatur).“¹⁶⁵

Abfindungsregelungen, die zu einem unterschiedlichen Ergebnis in der Bewertung und damit einer unsachlichen Differenzierung führen, wurden vom VfGH vor diesem Hintergrund als „verfassungswidrig“ abgelehnt.

In Ansehung an die aktuelle höchstrichterliche Entscheidung wurde die Bestimmung des § 102 Abs 4 BWG vom Gesetzgeber angepasst.

Die nunmehrige Bestimmung sieht für die Barabfindung aller Partizipations-scheine gleichermaßen eine angemessene Abfindung vor, bei der das Recht einzuräumen ist, die Angemessenheit der angebotenen Abfindung unter sinn-gemäßer Anwendung des § 2 Abs 3 UmwG und § 225c Abs 1 und 2 AktG ge-richtlich überprüfen zu lassen.¹⁶⁶

Koppensteiner will dieses Prinzip auch für die Auslegung von gesetzlich regel-ten Abfindungsrechten anwenden:

„Das Gebot verfassungskonformer Auslegung führt vielmehr dazu, dass Eigentumsgarantie und Gleichheitsgrundsatz auch bei der In-terpretation von Normen zu beachten sind, die Vermögensverschie-bungen unter Privaten zum Gegenstand haben.“¹⁶⁷

Für das Delisting will *Koppensteiner* diese Argumentation aber nicht gelten las-sen: Obgleich in Österreich das Kapitalmarktrecht bloß unzureichenden Schutz vorsähe, kann aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht davon ausgegangen

¹⁶⁵ VfGH 28.9.2002, G 286/01.

¹⁶⁶ OGH 12.12.2002, 6 Ob 285/02h = ecolex 2003/111 = wbl 2003/176; *Heidinger/Schneider*, AktG 443.

¹⁶⁷ *Koppensteiner*, Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht, JBI 2003, 710.

werden, dass Minderheitsaktionäre in Abfindungssituationen mindestens das erhalten müssen, was sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung hätten erzielen können. Dies mit der Begründung, dass keineswegs feststehe, dass der Verkehrswert und seine jederzeitige Realisierungsmöglichkeit Eigenschaften des verfassungsrechtlich geschützten Aktieneigentums seien.¹⁶⁸

3.6 EU-GesRÄG 2006

Kalss stützt ihre Ansicht eines analogen Austritts- bzw Abfindungsrechts weiters auf das Faktum, dass in der Regierungsvorlage zum EU-GesRÄG 2006¹⁶⁹ im Falle der Abspaltung in eine nicht börsennotierte Gesellschaft ursprünglich ein Austrittsrecht vorgesehen war, das eine unmittelbare Grundlage für eine analoge Anwendung auch auf das Delisting hätte bilden können.¹⁷⁰ Dass diese Regelung letztlich keinen Eingang in das Gesetz gefunden hat, überzeugt *Kalss* nicht: Diese wäre ausschließlich aus Systemgründen, nicht aber aus opponierenden Gründen zu dieser Regelung erfolgt. Eben gerade weil der Gesetzgeber die Problematik erkannt und in die Regierungsvorlage aufgenommen hätte, sei die Herleitung eines Austrittsrechts aus anderen Rechtsgrundlagen wie bspw aus § 11 SpaltG gerechtfertigt. Da die Hauptversammlungszuständigkeit kein ausreichendes Korrektiv für die mit dem Going Private verbundenen Nachteilen wirtschaftlicher Interessen der Anleger darstelle, sei eine Abfindungspflicht ein notwendiger Ausgleich der Beeinträchtigung.¹⁷¹

Dem steht die Ansicht von *Gruber* entgegen, welcher ein Austritts- bzw Abfindungsrecht nach der *lex lata* nicht zu begründen vermag.¹⁷² Die ursprüngliche Regelung im EU-GesRÄG 2006 stellt nach diesem kein ausreichendes Argument für eine Analogieüberlegung dar – eben weil diese Bestimmung nicht Gesetz geworden ist und für die Verschmelzung gar nicht vorgesehen war.

¹⁶⁸ *Koppensteiner*, Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht, JBI 2003, 710.

¹⁶⁹ EU-Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz (EU-GesRÄG), BGBl 1996/304.

¹⁷⁰ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 640 FN 39.

¹⁷¹ *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 641.

¹⁷² *Gruber*, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 107ff.

3.7 Umwandlung

§ 253 AktG räumt jedem Gesellschafter, der gegen eine Umwandlung Widerspruch zur Niederschrift erklärt hat, gegenüber der Gesellschaft oder dem Dritten, der die Barabfindung angeboten hat, das Recht auf angemessene Abfindung zu.

Mangels einheitlicher Regelung des Austritts- und Abfindungsrechts im österreichischen Gesellschaftsrecht liegt die Möglichkeit der Rechtsfortbildung auf der Hand.

Gerade die Bereicherung des GesRÄG 2007¹⁷³ um das wahlweise Austrittsrecht und die „Widerspruchslösung“ zeigt, dass es offenbar noch Anwendungsbereiche gab und geben kann, auf die die anerkannten Wertungen übertragen werden können und die daher auch einer ausdrücklichen Regelung zugänglich sind.

3.8 Squeeze-out

Auch beim *Squeeze-out* besteht ein Recht des Aktionärs auf Abfindung seiner Anteile. Unabhängig von der Freiwilligkeit des Ausscheidens – kein Austrittsrecht, sondern ein Ausschluss – aus der Gesellschaft stellt sich auch hier die Frage nach der angemessenen Barabfindung.

Für die Anteile der Minderheitsaktionäre hat der Hauptgesellschafter gem § 2 GesAusG eine angemessene Barabfindung zu gewähren. Jeder Aktionär kann diese auf Antrag überprüfen lassen (§ 6 GesAusG), wofür die Bestimmungen über die Verschmelzung zur Aufnahme auf die Kapitalgesellschaft sinngemäß anzuwenden sind.

¹⁷³ Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz 2007, BGBl I 2007/72.

4. Börsenwert oder Unternehmenswert – Die Ermittlung einer angemessenen Abfindung

Geht man davon aus, dass dem einzelnen Aktionär im Rahmen eines Delisting ein Anspruch auf Austritt und Abfertigung zusteht, so stellt sich die Frage, in welcher Höhe ein solcher zu gewähren ist.

Die Grundidee ist es, den Gesellschaftern einen Preis ihrer Wertpapiere zu garantieren, wie er vor Initiierung und Bekanntgabe der geplanten Transaktion bestand, die das Delisting ausgelöst hat/auslösen soll (*pre-transaction standard*).¹⁷⁴

Der BGH hat in seiner Entscheidung *Macrotron* ausgesprochen, dass die Barabfindung die „volle Entschädigung der Minderheitsaktionäre“¹⁷⁵ zu gewährleisten hat. Als Kriterien für die Bewertung der Anteile und somit der Abfindung können der anteilige Unternehmenswert sowie der Börsenkurs herangezogen werden.

Während für die Höhe der Barabfindung zunächst überwiegend an den Börsenkurs zum Termin der Ankündigung des Delisting oder ggf einen Durchschnittswert während eines bestimmten Betrachtungsraums, etwa der letzten sechs Monate vor einer allfälligen Beschlussfassung über das Going Private (in Analogie zu § 26 Abs 1 ÜbG¹⁷⁶), angeknüpft wurde, so ist diese Auffassung durch das Erkenntnis des VfGH vom 28.09.2002 entscheidend relativiert worden.

Nach diesem Erkenntnis, das zur Höhe der Abfindung von börsennotierten Partizipationsscheinen erging, gebührt eine angemessene Abfindung, die sich nicht allein nach dem Börsenkurs bemisst, sondern ggf auch zum – höheren – wahren Unternehmenswert (nach Bewertungsgutachten) erfolgen muss.¹⁷⁷

¹⁷⁴ Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 368 mwN.

¹⁷⁵ BGH 25.11.2002, II ZR 133/01, BB 203, 3, 806 ff.

¹⁷⁶ Die Bestimmungen des Übernahmegesetzes (ÜbG) sind für den Fall des Delisting nicht direkt anzuwenden, weil es zu keinem Kontrollwechsel bei der Gesellschaft kommt.

¹⁷⁷ VfGH 28.09.2002, G 286/01; *Holoubek/Lang*, Rechtsprechungsübersicht Verfassungsgerichtshof, ecolex 2003, 286; Die Überlegungen des VfGH sind grds auch auf den Fall einer Barabfindung im Delisting übertragbar, weil die Angemessenheit der Abfindung wohl unabhängig von der Rechtsform oder Art des Ausscheidens oder Art der Wertpapiere ist.

Der VfGH hat sich zur Angemessenheit wie folgt geäußert:

„Der Umstand, dass die Kapitalstruktur einer Gesellschaft auch in rechtlicher Hinsicht zu bereinigen ist, kann nicht eine Einziehung rechtfertigen, bei der die bisherigen Partizipanten in ihren Vermögensrechten verkürzt werden, hätte dies doch zur Konsequenz, das sie ein Sonderopfer auf sich zu nehmen hätten, das ausschließlich dem Unternehmen bzw. dessen Gesellschaftern zugute käme. Eine solche Regelung wäre aber nach der ständigen Judikatur des Gerichtshofes als gleichheitswidrig anzusehen (zB VfSlg. 6884/1972, 7234/1973, 13.006/1992). Das träfe auch dann zu, wenn eine Entschädigung für die Einziehung prinzipiell gewährt wird, sich aber im Hinblick auf den maßgebenden Unternehmenswert als unangemessen niedrig erweist.“¹⁷⁸

Die Ermittlung des Unternehmenswerts kann nach dem Ertragswertverfahren erfolgen. Der Börsenwert der Gesellschaft als Multiplikation des Börsenkurses mit der Zahl der vorhandenen Aktien hat – so zeigt die Realität – tatsächlich mit dem Unternehmenswert oft nur peripher etwas zu tun. Nach der Kammer der Wirtschaftstreuhänder hat der Unternehmenswert folgenden Inhalt:

„ (...) den Barwert der mit dem Eigentum am Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner, die aus der Fortführung des Unternehmens und aus der Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erzielt werden (Zukunftswert nach dem Ertragswertverfahren oder Discounted Cash Flow Verfahren).“

Das Angemessenheitskriterium verlangt jedoch mehr als den bloßen Unternehmenswert zu berücksichtigen. Es sind daher letztlich unterschiedliche Ermittlungsmethoden abzuhandeln, die letztlich alle zum selben Ergebnis führen sollten – eben einem angemessenen Preis für die Wertpapiere.

¹⁷⁸ VfGH 28.09.2002, G 286/01.

Auch die konkrete *Anteilsbewertung*, die das ihr im Gegensatz zur *Unternehmensbewertung* zuzuschreibende Problem der mangelnden Fungibilität der Wertpapiere einbezieht, bleibt regelmäßig außer Betracht. Während im US-amerikanischen Recht die (verlorene) Marktfähigkeit von Anteilen bei der Bewertung unter dem *marketability discount* bzw *marketability surcharge* berücksichtigt wird, wird dieser Aspekt der Benachteiligung nach den österreichischen Bewertungsverfahren regelmäßig keinen Ausgleich finden.¹⁷⁹

Im Gegensatz zur Berechnung des Gesellschaftsanteils nach dem Unternehmenswert bezeichnet der Börsenkurs jenen Preis, zu dem der Aktionär sein Wertpapier liquidieren kann – den aktuellen Marktpreis der jeweiligen Börse. Schließlich kauft der Anteilsinhaber die Aktie auch nicht nach dem Unternehmenswert, sondern nach dem Börsenkurswert, nach welchem auch der Verkauf über den Marktplatz Börse grds wieder vonstatten geht.

Die Betonung liegt auf „grundsätzlich“, denn eine solche Bewertung mag nur dann vergleichbar sein, wenn sie unter den gleichen Bedingungen erfolgt. Ein Heranziehen des aktuellen Börsewerts der Aktien beim Delisting ist danach nicht unrichtig. Für einen angemessenen Preis der Abfindung ist hinsichtlich des Ergebnisses weiter zu prüfen, ob der Börsewert auch den Kriterien anderer Ermittlungsmethoden wie dem Ertragswertverfahren standhalten kann.

Die Rechtsprechung des VfGH führt zu Ende gedacht dazu, dass für den Publikumsaktionär jedenfalls stets der höhere Wert von Börsenkurs oder innerem Wert gem Unternehmensbewertung gilt.

Stark fallende Börsenkurse, wie sie kürzlich die Weltwirtschaftskrise 2008 hervorgerufen hat, beeinträchtigen die Berechnung des wahren Werts der Abfindung, sofern eine Anlehnung an die Kurse der letzten sechs Monate (während des Zeitraums des Kursverfalls) erfolgt.¹⁸⁰ Nach dem GesAusG gilt der Tag der Be-

¹⁷⁹ Steck, Going private über das UmwG – Das Gesellschaftsrecht des kalten Delisting 11.

¹⁸⁰ Rieder/Varga, Übernahmerecht in der Wirtschafts- und Finanzkrise, Newsletter 2/2009 der Anwaltskanzlei Dorda Brugger Jordis, 2.

schlussfassung durch die Hauptversammlung als Stichtag für die Feststellung der Angemessenheit. Der Preis würde danach regelmäßig über dem aktuellen Marktpreis liegen: Ein Delisting wäre daher für den Emittenten in einem solchen Fall höchst unwirtschaftlich, wenn nicht sogar unfinanzierbar.

Eine Antwort, ob der Börsemarkt oder der Sachverständige besser bewerte, kann nicht abschließend getroffen werden.¹⁸¹ Ziel ist der Interessenausgleich. Eine Bewertung über dem tatsächlichen Wert iSd Anlegerschutzes kann aber auch hier nicht verlangt werden.

Letztlich zählt ausschließlich das Ergebnis (das allenfalls anhand seiner Berechnung nachprüfbar sein muss), nicht jedoch der Weg zu diesem. Wie die Angemessenheit des Preises berechnet wird, ist dabei nur von subsidiärer Bedeutung, sofern man auch nach anderen, vergleichbaren Berechnungsmethoden zu demselben Ergebnis kommt.

5. Wirtschaftliche Aspekte des Emittenten

Für die Begründung eines unbedingten Abfindungsrechts bleibt auch die Frage offen, wie mit einem Massenaustritt der zur Barabfindung berechtigten Minderheitsgesellschafter wirtschaftlich umzugehen ist.

Bejaht man nämlich das Austrittsrecht ohne Einschränkungen, so kann ein Delisting bei Gesellschaften mit hohem Streubesitzanteil tatsächlich eine Unfinanzierbarkeit des Going Private bedeuten.¹⁸²

Geht die AG nun an die Börse, um Kapital aufzubringen, so droht im Fall des Delisting der umgekehrte Effekt – die AG läuft Gefahr, das aufgebrachte Kapital wieder an die austrittswilligen Aktionäre ausschütten zu müssen.

¹⁸¹ VfGH 28.09.2002, G 286/01; *Koppensteiner*, Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht, JBI 2003, 710 ff.

¹⁸² *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 642, welche die Grenze zu einer Gesellschaft mit hohem Streubesitzanteil bereits bei über 10% der Aktien im Streubesitz festsetzen.

Dem steht der Grundsatz der Kapitalerhaltung entgegen, nach welchem die Ausschüttung von Gesellschaftsvermögen an die Gesellschafter und der Erwerb eigener Aktien nur beschränkt möglich sein sollen. Grund ist der Erhalt des *working capital*, das dem Emittenten Planungssicherheit und den Gläubigern die Sicherung ihres Haftungsfonds garantieren soll.¹⁸³

Während sich durch einen Wechsel der Person des Aktionärs durch die Veräußerung seiner Wertpapiere über die Börse keine Einschränkung des Emittenten in seinem Kapital und somit auch seinem Handeln ergibt, stellt sich doch die Frage, welche Wirkung es hat, wenn die Mehrheit der (obgleich auch) Minderheitsaktionäre ihre Aktien nicht weiterveräußert, sondern vom Emittenten im Rahmen eines einfachen Austrittsrechts abgefunden erhalten müssen.

Da das Austritts- bzw Abfindungsrecht nur dem Schutz der Minderheitsaktionäre dienen, aber ein Delisting nicht völlig verhindern soll, ist eine Limitierung des Austrittsrechts erforderlich.

Welche Rechte jenen Anlegern theoretisch zukommen sollen, die im Gegensatz zu ihren Mitgesellschaftern im Zuge einer solchen Limitierung nicht (mehr) bzw nicht gleich abgefunden werden können, bleibt jedoch weitgehend unklar.

6. De lege lata und Ausblick de lege ferenda

Festzuhalten ist, dass sich weder das Austritts- noch das Abfindungsrecht bzw Richtlinien für die Höhe der Abfertigung im Rahmen des Delisting unmittelbar aus dem Gesetz ergeben.

De lege lata hat der österreichische Gesetzgeber im Wettstreit von Kapitalerhaltung und Abfindungsrecht der Minderheitsaktionäre den Interessen des Emittenten überwiegend den Vorzug gegeben. In Frage kommt allenfalls eine analoge Anwendung positivrechtlich ähnlich geregelter Sachverhalte.

¹⁸³ Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 366.

Die in der Lehre mehrfach geäußerte Ansicht, dass sich die Bestimmungen des Gesellschaftsrechts als Mittel für ein solches Austritts- und Abfindungsrecht besonders eignen würden, trifft sicher zu. Dies bedeutet jedoch nicht auch gleichzeitig, dass sich das entsprechende Recht auch tatsächlich konkret ableiten lässt. Offen bleibt, welche konkrete Bestimmung als Grundlage heranzuziehen wäre und ggf in welcher Höhe das Abfindungsrecht zuzuerkennen wäre.

De lege ferenda ist der Regelungsbedarf zum Minderheitenschutz und der Festlegung einer gesellschaftsrechtlichen Verträglichkeit solcher Rechte offenkundig.

Den Interessen der betroffenen Anleger würde bereits ausreichend Rechnung getragen, wenn den Aktionären vor oder nach dem Delisting ein Anspruch auf angemessene Barabfindung ihrer Anteile eingeräumt wird. Am zweckmäßigsten wird es sein, bereits vor der Notierungsbeendigung ein öffentliches Angebot zum Erwerb ihrer Anteile voranzustellen, wobei der Wert der Anteile ähnlich wie beim *Squeeze-out* bereits vor Veröffentlichung der Entscheidung bzw einer allfälligen Beschlussfassung festzulegen wäre. Die Lösung wäre jedenfalls so zu gestalten, dass Umgehungen ausgeschlossen sind.

Kapitel 6

Herbeiführen des Delisting durch gesellschaftsrechtliche Maßnahmen

Die Beendigung der Börsennotierung kann nicht nur auf einer unmittelbar darauf gerichteten Entscheidung der Wiener Börse beruhen, sondern auch Rechtsfolge einer Auflösung, Verschmelzung, Spaltung, rechtsformwechselnden oder übertragenden Umwandlung der Gesellschaft sein. Das Delisting ist sodann automatische Folge der gesellschaftsrechtlichen Änderungen.¹⁸⁴

Beim *Cold Delisting*, auch „kaltes“, „unechtes“ oder *Back Door Delisting* genannt, handelt es sich um die Rechtsfolge einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme, welche in der Folge – weil die Zulassungsvoraussetzung weggefallen ist – zum Widerruf der Zulassung gem § 64 Abs 5 BörseG¹⁸⁵ durch die Börse oder *ipse iure* zum Wegfall der Notierung führt.¹⁸⁶

Das kalten Delisting wird daher *mittelbar* durch gesellschaftsrechtliche Änderungen auf Initiative des Emittenten herbeigeführt. Dabei werden alle Vorgänge erfasst, welche dazu führen, dass die börsennotierte Gesellschaft erlischt, in einer nicht-börsennotierten Gesellschaft weiterbesteht oder dass alle Aktien in der Hand eines Aktionärs vereinigt werden.

Unterstellt man dem Mehrheitsaktionär, dass mit den gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen keine anderen Absichten verfolgt werden als das Delisting, stellt sich die Frage nach der Zulässigkeit des Vorgehens und der Rechtmäßigkeit einer Umgehung. Kann eine Gesellschaft tatsächlich das nach der Börse nicht mögliche und daher nicht zulässige freiwillige Delisting auf Antrag des Emittenten durch eine *pro forma* vorgenommene gesellschaftsrechtliche Maßnahme umgehen? Abgesehen von vermutlich schwer auszuforschender Intention des

¹⁸⁴ Henze, Delisting 28.

¹⁸⁵ Widerruf der Zulassung zum Amtlichen Handel; für den Widerruf der Zulassung im Geregelten Freiverkehr gelten mit wenigen Ausnahmen dieselben Vorschriften.

¹⁸⁶ Hüffer, AktG5 § 119 Rz 21.

Mehrheitsgesellschafters ist die Möglichkeit gesellschaftsrechtlicher Maßnahmen nicht an sich unzulässig.

Dass eine Gesellschaft an der Börse notiert, bedeutet nach hL nicht, sie dürfe keine Umstrukturierungen durchführen, mit welchen eine Zulassungsbeendigung einhergeht.¹⁸⁷ Mit der Zustimmung der Hauptversammlung ist die Zulassungsbeendigung legitimiert, eine materielle Rechtfertigung ist darüber hinaus nicht erforderlich.¹⁸⁸

Ingesamt bestehen keine ersichtlichen rechtlichen Bedenken gegen den Umgehungsversuch, es sei denn, die Verschmelzung liegt nicht im wohlverstandenen Interesse der umstrukturierten Gesellschaften.

Rechtsmissbräuchlich kann eine Beschlussfassung zur Umstrukturierung nach der Rechtsprechung des Obersten Gerichtshofs aber dann sein, wenn

„das unlautere Motiv der Rechtsausübung das lautere Motiv eindeutig überwiege, und der Schädigungszweck so augenscheinlich im Vordergrund stehe, dass andere Ziele der Rechtsausübung völlig in den Hintergrund treten“ (OGH 09.03.2000, 6 Ob 31/00b).

Da das Delisting kein unlauteres Motiv gesellschaftsrechtlicher Änderungen ist, ist Rechtsmissbrauch bei einer Umstrukturierung dann auszuschließen, wenn nicht unlautere Motive hinzutreten, die die Transaktion als Ganzes rechtsmissbräuchlich erscheinen lassen. Ein solch unlauteres Motiv wird nur in solchen Fällen anzunehmen sein, in denen etwa ein effektiver Anlegerschutz durch Umgehung beschränkt wird oder eine erforderliche Mehrheit zur Beschlussfassung unterwandert wird.

Die Vorteile des kalten gegenüber dem regulären Delisting liegen sodann in der weitgehend geklärten Rechtslage. Aus Sicht der Gesellschaft ist klar, welche

¹⁸⁷ Klement, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, Zu den gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen eines Börserückzuges, wbl 2003, 15, FN 51; Henze, Delisting 29.

¹⁸⁸ Kruse, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften 189.

rechtlichen Voraussetzungen zur Erreichung des durch die angestrebte Maßnahme zu erreichenden Zieles erfüllt werden müssen.

Die Rahmenbedingungen sind durch das Gesellschaftsrecht festgelegt; das Kapitalmarktrecht hat diesen rechtlich nichts (Gesondertes im Hinblick auf das Delisting) hinzuzufügen.

Obgleich ein Delisting für die betreffende AG und somit auch die Aktionäre meist wirtschaftlich sinnvoll ist, ist der Rückzug für Kleinaktionäre demgegenüber idR von Nachteil.

Mit der Notierung entfallen umfangreiche börserechtliche Publizitäts- und Informationspflichten und die Verkehrsfähigkeit (Fungibilität) der zum Börsehandel zugelassenen Wertpapiere.¹⁸⁹ Ebenso entfällt der im Amtlichen Handel oder Regierten Freiverkehr festgestellte Börsenkurs mit der Zulassungsbeendigung. Ein Aktienverkauf außerhalb der Börse gestaltet sich für den Aktionär weitaus umständlicher und kostspieliger in Hinblick auf die Transaktionskosten und zieht mangels aktuellen Börsenkurses oft längere Verhandlungen mit dem Käufer über den Preis nach sich.¹⁹⁰ Zudem steht dem Kleinaktionär oft auch nur der mit Insiderwissen ausgestattete Großaktionär als Käufer zur Verfügung.

Für die Minderheitsaktionäre regeln die Bestimmungen des Gesellschaftsrechts den Schutz und Ausgleich allfälliger Nachteile. Es darf dabei jedoch nicht verkannt werden, dass diese Maßnahmen oftmals ausschließlich dazu dienen, die Zulassung zur Börse zu beenden und ungeliebte Aktionäre auszuschließen.

Dass das kalte Delisting eine *faktische* Folge der erwähnten gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen ist, ist in Lehre und Praxis unumstritten. Bei eingehender Betrachtung stellt sich jedoch die Frage, auf welcher positiv-rechtlichen Grundlage die Zulassung zur Börse letztlich beendet wird. Das Aktiengesetz re-

¹⁸⁹ Funke, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim „kalten“ Delisting 1.

¹⁹⁰ Kruse, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften 29f.

gelt die gesellschaftsrechtlichen Vorgänge, nicht aber die börserechtliche Zulassung.

Die gesellschaftsrechtlichen Vorgänge sind nach den Zulässigkeitskriterien (des Gesellschaftsrechts) daher unabhängig von den Voraussetzungen eines Delisting zu beurteilen.

Das kalte Delisting wirft auch keine zusätzlichen aktienrechtlichen Ordnungsfragen auf.¹⁹¹ Nach hA wird im Rahmen von gesellschaftsrechtlichen Strukturänderungen jedenfalls keine Doppelgleisigkeit etwa der Hauptversammlung – als Beschluss einerseits für die Strukturänderung und für das Delisting andererseits – verlangt: Dem ist zuzustimmen. Im Gegensatz zum freiwilligen Delisting stimmt die Hauptversammlung im Rahmen des kalten Delisting ohnehin indirekt auch über das Delisting an sich ab, da die Gesellschafter vor Beschlussfassung über das mit der Strukturänderung als Nebeneffekt einhergehende Going Private und allfällige Austritts- und Abfindungsrechte vom Vorstand ausreichend informiert werden müssen. Es sind daher die einschlägigen Bestimmungen ua des Aktiengesetzes einzuhalten.

Von Seiten der Börse kommt für das Delisting eine bescheidmäßige Widerrufung durch die Wiener Börse in Folge des Wegfalls der Zulassungsbedingungen (§ 64 Abs 5 BörseG) oder ein Wegfall der Notierung *ipse iure* in Betracht. Die Bestimmungen des Börsegesetzes sehen jedenfalls keine expliziten Regelungen für diesen Vorgang vor.

Betrachtet man den Begriff des Delisting iS seiner Definition (wonach „Delisting“ allgemein die Beendigung der Zulassung von Aktien zum Börsehandel bedeutet) und unabhängig davon, ob es antragsgemäß oder auf andere Art erfolgt, so wäre auch bei einem kalten Delisting in Anlehnung an die börserechtlich geregelten „Delisting-Tatbestände“ ein Bescheid der Wiener Börse zur Beendigung der Zulassung erforderlich.¹⁹²

¹⁹¹ Gruber, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 108.

¹⁹² Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 25 Rz 28.

So argumentiert *Zollner*, der davon ausgeht, dass durch die Verzahnung von Gesellschafts- und Börse(verwaltungs-)recht der Emittent dem Börseunternehmen die beabsichtigte Beendigung der Notierung anzuzeigen hat. Dies hat den Hintergrund, dass der Börse bei Feststellung von Verstößen des Anlegerschutzes die Möglichkeit eingeräumt sei, die Notierungsbeendigung mit Bescheid zu untersagen.¹⁹³ Diese Ansicht geht davon aus, dass dem Börseunternehmen im Rahmen seiner Bescheidkompetenz auch eine materielle Prüfungskompetenz gesellschaftsrechtlicher Sachverhalte, zB der Prüfung, ob ein gültiger Hauptversammlungsbeschluss vorliegt, zusteht.¹⁹⁴ Dem kann nicht gefolgt werden. Auch die Ansicht, wonach in weiterer Folge eine Eintragung der gesellschaftsrechtlichen Änderungen im Firmenbuch ohne positiven Bescheid des Börseunternehmens nicht möglich ist, entbehrt der gesetzlichen Grundlage.¹⁹⁵

Das Kapitalmarktrecht wird letztlich vor die vollendeten Tatsachen des Gesellschaftsrechts gestellt und das Delisting ohne kapitalmarktrechtliche Widerrufsbestimmungen durchgeführt. Der Börse bleibt bei dieser Art des Delisting kein Ermessensspielraum für willkürliche Entscheidungen – ist der gesellschaftsrechtliche Vorgang vollendet, wird delistet.¹⁹⁶

Gegen die Annahme einer Prüfungs- und Entscheidungskompetenz des Börseunternehmens spricht auch die für die kausale gesellschaftsrechtliche Maßnahme abschließende positiv-rechtliche Regelung im Aktiengesetz, deren faktische Folge das „kalte Delisting“ letztlich ist. Im Gegensatz zu den (zumindest) im Regierten Freiverkehr und beim Zwangsdelisting explizit geregelten börserechtlichen Bestimmungen wird das durch die gesellschaftsrechtlichen Strukturmaß-

¹⁹³ *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 212.

¹⁹⁴ *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 212.

¹⁹⁵ *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 212f.

¹⁹⁶ AA *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach Österreichischem Recht, GeS 2004, 212, welcher in Analogie zu Art IV § 3 Abs 3 S 3 ÜbG, § 21 Abs 3 BWG und § 20 Abs 3 WAG und unter Hinweis auf die Analogiefähigkeit von registerrechtlichen Vorschriften bspw die Firmeneinbucheintragung einer Satzungsänderung einer börsenotierten AG von einem vorherigen positiven Bescheid des Börseunternehmens über die Notierungsbeendigung oder dem Fristablauf der Untersagung abhängig gemacht haben will.

nahmen herbeigeführte Delisting im Börsegesetz in keiner Weise erwähnt.¹⁹⁷ Der beliebigen Börse sollen daher nicht mehr Prüfungskompetenzen zur Kontrolle der Funktionstauglichkeit des Börsemarkts eingeräumt werden als unbedingt erforderlich.

Eine Entscheidung der Gerichte zu dieser Frage ist nicht bekannt. Um sich zu delisten, hat die Gesellschaft die Notierungsbeendigung der Börse anzuzeigen. Nach *Berger* hat sich die Praxis in Einzelfällen mit der bescheidmäßigen Feststellung der Beendigung der Notierung durch die Wiener Börse beholfen.¹⁹⁸

Die österreichische Praxis schreckt die positiv-rechtlich nicht abschließend geklärte Frage wenig ab, stellt das kalte Delisting doch eine gängige Methode zum gewünschten Zweck des Going Private dar. Da die erwähnten Strukturmaßnahmen oftmals tatsächlich nur dieses eine Ziel verfolgen, wird diese Art, ein Delisting herbeizuführen, auch *Back Door Delisting* genannt.

Im Einzelnen bestehen folgende Möglichkeiten, durch gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ein Delisting herbeizuführen:

- Verschmelzung zur Aufnahme auf eine nicht notierende AG (Verschmelzung unter gleichen Rechtsträgern);
- Verschmelzung auf einen nicht börsenfähigen Rechtsträger (*Going Private Merger*);
- Formwechselnde Umwandlung der notierten Gesellschaft in eine nicht börsenfähige Rechtsform (zB Rechtsformwechsel auf eine GmbH);
- Übertragende Auflösung (*Asset Sale* und anschließende Liquidation der börsennotierten Gesellschaft);
- Squeeze-out;
- Spaltung.

¹⁹⁷ Gruber, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 107 FN 6.

Welche Umstrukturierungsmaßnahme gewählt wird, liegt letztlich in der Entscheidung des Mehrheitsgesellschafters. Ihm steht die Option zu, unter mehreren möglichen und gesetzlich zulässigen Umstrukturierungsmaßnahmen jene zu wählen, die zum gewünschten Ziel führt. Nachstehend werden die einzelnen Varianten näher dargestellt.

1. Verschmelzung (Going Private Merger)

Verschmelzung auf eine nicht notierende AG (Verschmelzung unter gleichen Rechtsträgern) und Verschmelzung auf eine GmbH (Verschmelzung auf einen nicht börsenfähigen Rechtsträger); unterschieden wird auch eine Verschmelzung mit einer anderen, bereits bestehenden AG (Verschmelzung zur Aufnahme) oder auf eine im Zuge der Verschmelzung neu gegründete Gesellschaft (Verschmelzung zur Neugründung).

1.1 Überblick

Eine Notierungsbeendigung kann durch Fusion mit einer nicht notierenden Kapitalgesellschaft herbeigeführt werden.

War bis zum GesRÄG 2007 nur die Verschmelzung von AG sowie die Verschmelzung einer GmbH mit einer AG (nicht aber umgekehrt) möglich, so ist seit dessen Inkrafttreten am 15.12.2007 nach europäischen Vorbild gem § 234a AktienG (Neu) auch die Verschmelzung einer AG mit einer GmbH *ex lege* für zulässig erklärt worden.¹⁹⁹

Im Rahmen eines *Going Private Merger* besteht daher die Möglichkeit, eine notierende AG mittels Fusion auf eine

➤ nicht notierende AG

(Verschmelzung von AGs, §§ 219ff AktG)

¹⁹⁸ Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 203 Rz 12 FN 5.

¹⁹⁹ Gesellschaftsrechts-Änderungsgesetz 2007, BGBl I 2007/72; Kalss/Eckert, Änderungen im Aktien- und GmbH-Recht durch das GesRÄG 2007, GesRZ 2007, 222.

oder auf eine

➤ **nicht börsenfähige GmbH**

(Verschmelzung einer AG mit einer GmbH, §§ 234a f iVm §§ 220 ff AktG)

zu verschmelzen.

Die Verschmelzungsbeschlüsse der beteiligten Gesellschaften bedürfen jeweils einer Dreiviertelmehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals.

Mit der Eintragung der Verschmelzung bei der übernehmenden Gesellschaft werden die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft Gesellschafter der übernehmenden Gesellschaft. Die übertragende AG erlischt; einer besonderen Löschung der übertragenden Gesellschaft bedarf es gem § 225a AktG nicht. Die übertragende notierende Gesellschaft geht als Folge der Verschmelzung unter.

Die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft erhalten als Gegenleistung für die Vermögensübertragung Anteile an der aufnehmenden Gesellschaft. Dadurch wird im Ergebnis das Delisting der Aktien der übertragenden Gesellschaft erreicht.

Als Instrument zur Reduzierung des Streubesitzes ist die Verschmelzung ungeeignet, da die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft infolge der Verschmelzung zu Gesellschaftern der – nicht gelisteten – aufnehmenden Gesellschaft würden. Zu achten wäre im Übrigen auf die Beteiligungsverhältnisse und die Tatsache, ob eine Verschmelzung zu einem Kontrollwechsel führt.²⁰⁰ Darauf soll im Weiteren jedoch nicht näher eingegangen werden.

²⁰⁰ Huber, Übernahmegesetz § 22 Rz 67, wonach eine Angebotspflicht gem § 22 ÜbG bei einem mit einem Kontrollwechsel verbundenen kalten Delisting entstehen kann. Dies gilt nach Huber insb, wenn die Zielgesellschaft in eine nicht börsennotierte Gesellschaft verschmolzen wird und letztere nach der Verschmelzung beherrscht ist.

1.2 Auswirkungen des Going Private Merger auf die Börsezulassung

Die Übertragung des Vermögens erfolgt in beiden Fällen im Wege der Gesamtrechtsnachfolge (Universalsukzession) auf die übernehmende Gesellschaft (AG oder GmbH).

Nach hL bleibt die Börsezulassung als öffentlich-rechtliches Rechtsverhältnis bei der übertragenden Gesellschaft – und geht mit Eintritt der Verschmelzung der Rechtsträger mit dieser unter.

Bei Verschmelzung auf einen nicht börsfähigen Rechtsträger wie der GmbH versteht sich die Annahme von selbst. Bei der Gesamtrechtsnachfolge auf eine (noch) nicht notierende AG ist die automatische Beendigung der Börsezulassung hingegen fraglich. Die automatische Notierungsbeendigung folgt aus der traditionellen Annahme in Lehre und Rechtsprechung, dass öffentlich-rechtliche Rechtsverhältnisse von der gesellschaftsrechtlichen Gesamtrechtsnachfolge nicht erfasst werden, wenn gesetzliche Bestimmungen im Gesetz dies nicht ausdrücklich vorsehen. Da weder AktienG noch BörseG einen solchen Übergang vorsehen, muss daraus geschlossen werden, dass das öffentlich-rechtliche Verhältnis mit der Börse mit Eintritt der Verschmelzung untergeht.

Demgegenüber lässt sich ua unter Verweis auf die Entscheidung VwGH 97/07/0168 vom 26.05.1998, wonach der Verwaltungsgerichtshof die gesellschaftsrechtliche Gesamtrechtsnachfolge für öffentlich-rechtlich verliehene Rechtsverhältnisse zugelassen hat, Gegenteiliges argumentieren. Daraus ist aber nicht die Konsequenz einer Nachfolge in *jede* öffentlich-rechtliche Rechtsposition zu ziehen.

Eine Universalsukzession, mit der auch die Börsezulassung *uno actu* übergehen würde, könnte die Einhaltung der Notierungsvoraussetzungen nicht jedenfalls gewährleisten und die Gesellschaft wäre bei Verstoß wiederum per Bescheid zu delisten (Zwangsdelisting).

Im Sinne eines effektiven Anlegerschutzes und eines Schutzes der Funktionstauglichkeit des Börsewesens spricht somit wenig für den *uno actu*-Übergang auch der Börsenzulassung.²⁰¹

1.3 Hauptversammlungsbeschluss

Ein über die generelle Verschmelzungs-Beschlussfassung der Hauptversammlung hinausgehender Beschluss über die Strukturmaßnahme der Notierungsbeendigung wird von der Lehre nicht verlangt und ist in der Praxis auch nicht üblich. Stimmt die Hauptversammlung in der qualifizierten Mehrheit der Verschmelzung mit einer nicht notierenden AG oder GmbH zu, ist keine weitere gesellschaftsrechtliche Maßnahme für das Delisting erforderlich.²⁰² Voraussetzung ist, dass der Beschluss wirksam ist und alle Anforderungen an seine Gültigkeit erfüllt.

Für die Beschlussfassung haben die Vorstände der verschmelzenden AG gem § 220 AktG einen Verschmelzungsvertrag abzuschließen, welcher das Umtauschverhältnis der Aktien, ggf die Höhe der baren Zuzahlungen und die Einzelheiten für die Gewährung von Aktien der übernehmenden Gesellschaft enthalten muss.

Die Offenlegungspflicht soll eine sorgfältige Unternehmensbewertung sichern, sodass betriebswirtschaftliche Unklarheiten im Folgenden nicht zulasten der Aktionäre ausgelobt werden können.²⁰³ Weiters ist für die übertragende Gesellschaft auf den Verschmelzungstichtag eine Schlussbilanz zu erstellen.

Voraussetzung eines gültigen Beschlusses ist es, dass vom Vorstand auf die mit der Verschmelzung verbundene Notierungsbeendigung – zur Information und

²⁰¹ So auch in Deutschland, wo die Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte AG zu einem „automatischen Wegfall des Listings“ führt (Gross, Kapitalmarktrecht §§ 42, 43 Rz 13; Richard/Weinheimer, Handbuch Going Private 365; Funke, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim „kalten“ Delisting 37; Ott, Der Rückzug von der Börse 308; Kruse, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften 97).

²⁰² Gruber, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 110; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 25 Rz 28; für Deutschland: Gross, Kapitalmarktrecht §§ 42, 43 Rz 13.

²⁰³ Rüffler, Die übertragende Auflösung als Beispiel für die analoge Anwendung des Umwandlungsrechts, wbl 2001, 353.

Wahrung der Rechte der Aktionäre – deutlich hingewiesen wird. Hierzu ist der Verschmelzungsvertrag, die Bilanzen, die voraussichtlichen Folgen der Verschmelzung sowie das Umtauschverhältnis der Aktien nach Prüfung durch den Aufsichtsrat den Aktionären zu veröffentlichen und zur Einsicht aufzulegen. Ausdrücklich anzuführen ist auch die Folge der Umstrukturierung, die mit der Verschmelzung einhergeht – das Delisting.

Der Verschmelzungsvertrag bedarf der Zustimmung der Hauptversammlung mit einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst (§ 221 AktG).

Die Satzung kann dabei eine größere (nicht jedoch eine geringere) Kapitalmehrheit vorsehen und den Beschluss noch an weitere Erfordernisse knüpfen.

1.4 Austritts- und Abfindungsrecht

Darüber hinaus ist danach zu fragen, ob die Interessen der Aktionäre ausreichend Berücksichtigung finden, wenn ihnen als Ausgleich für die Aktien der aufgelösten Gesellschaft Anteile der übernehmenden Gesellschaft gewährt werden. Gesetzlich geregelt ist, dass das Umtauschverhältnis bereits im Verschmelzungsvertrag festgelegt werden und angemessen sein muss.

Während bei der Verschmelzung von AGs die Aktionäre dadurch geschützt werden, dass jeder Aktionär unter den Voraussetzungen des §§ 225c ff AktG das Umtauschverhältnis seiner Aktien einer gerichtlichen Angemessenheits-Prüfung unterziehen lassen kann, besteht bei der rechtsformübergreifenden Verschmelzung für die Gesellschafter wahlweise die exit-Möglichkeit der Barabfindung. Das Austrittsrecht bei Verschmelzung auf eine GmbH wird mit den gravierend rechtlichen Änderungen (*fundamental change*) begründet.

1.5 Austritt und Abfindung bei Verschmelzung auf eine GmbH

Der Gesetzgeber differenziert in den Folgen für den Minderheitenschutz bei rechtsformübergreifenden Verschmelzungen offenbar in Erwägung vergleichbarer gesetzlich geregelter „schwerer“ Fälle wie §§ 9 und 11 SpaltG (nichtverhältnismäßige und rechtsformübergreifende Spaltung), § 22 ÜbG (Erlangen der

Kontrolle an einer börsennotierten Gesellschaft) und den 2007 ebenfalls neu geschaffenen §§ 244, 253 AktG (Barabfindung widersprechender Aktionäre/Gesellschafter bei der Umwandlung).

Jedem Anteilsinhaber einer rechtsformgeänderten Gesellschaft, der gegen den Verschmelzungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt, steht gegenüber der übernehmenden oder neuen GmbH das Recht auf angemessene Barabfindung gegen Hingabe seiner Anteile zu (§ 234b Abs 3 AktG). Anteilsinhaber, die das Barabfindungsangebot angenommen haben, können in sinngemäßer Anwendung von § 225c AktG bei Gericht den Antrag stellen, dass die angebotene Barabfindung überprüft und eine höhere Barabfindung festgelegt wird. Die Bedingungen der Barabfindung sowie deren Angemessenheit bei Inanspruchnahme des „Austrittsrechts“ sind bereits im Verschmelzungsvertrag festzulegen (§ 234b Abs 1 AktG).

Mit dem GesRÄG 2007²⁰⁴ wurde der Aktionärsschutz nicht nur um das wahlweise Austrittsrecht (Widerspruchslösung²⁰⁵) bereichert, sondern wurde auch der Inhalt der Verschmelzungsprüfung für die rechtsformübergreifende Verschmelzung um die Angemessenheit der Bedingungen der Barabfindung erweitert. Aktienwerte einzelner Aktionäre, die die Mindeststammeinlage bei der GmbH nicht erreichen, können durch bare Zuzahlung (§ 234a Abs 2 iVm § 334 Abs 5 AktG) oder Aktienzusammenlegung an der neuen GmbH beteiligt werden.²⁰⁶

1.6 Austritt und Abfindung bei Verschmelzung unter gleichen Rechtsträgern

Bei der Verschmelzung unter gleichen Rechtsträgern kann der Aktionär, wie eingangs angeführt, unter den Voraussetzungen des §§ 225c ff AktG das Umtauschverhältnis seiner Aktien einer gerichtlichen Angemessenheits-Prüfung un-

²⁰⁴ GesRäg 2007, BGBl I 2007/72.

²⁰⁵ Im Gegensatz zur Möglichkeit, die rechtlichen Änderungen durch Zustimmung des einzelnen Aktionärs zu legitimieren („Zustimmungslösung“). Zum „Wechelspiel von exit und voice“ siehe ausführlich *Kalss*, Anlegerinteressen 488.

²⁰⁶ *Kalss/Eckert*, Änderungen im Aktien- und GmbH-Recht durch das GesRÄG 2007, GesRZ 2007, 228.

terziehen lassen. Zu der Frage der „Angemessenheit“ und deren Maßstäben äußert sich der Gesetzgeber auch hier nicht explizit. Die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft haben Anspruch auf Ausgleich durch bare Zuzahlungen, sofern das Umtauschverhältnis im Verschmelzungsvertrag nicht angemessen ist. Unangemessen ist ein Umtauschverhältnis aus Sicht der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft dann, wenn unter Zugrundelegung einer Festlegung eines angemessenen Verhältnisses dieses hätte höher sein müssen.²⁰⁷

Einzelne Bestimmungen über das Umtauschverhältnis finden sich in §§ 220a, 220 b Abs 4 Z 3 AktG. Heute finden sich einige anerkannte Methoden zur Ermittlung eines angemessenen Umtauschverhältnisses. Nach *Koppensteiner* beruht die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses grundlegend auf einer „korrekten Bewertung der beteiligten Unternehmen“.²⁰⁸ Folgt man *Szep*, so ist hierbei die Ertragswertmethode üblich, wobei im Verschmelzungsvertrag jedenfalls konkrete, aussagekräftige Zahlen anzugeben sind, die eine Überprüfung des Umtauschverhältnisses und zu erwartende Synergieeffekte ermöglichen sowie auf Schätzungen beruhende Prognosen detailliert erläutern.²⁰⁹ Das Umtauschverhältnis ergibt sich also im Ergebnis aus dem Verhältnis der tatsächlichen Unternehmenswerte.

Das nicht der Unternehmensbewertung, sondern der konkreten *Anteilsbewertung* zuzuschreibende Problem der mangelnden Fungibilität der Wertpapiere bleibt dabei hingegen oftmals außer Betracht.²¹⁰

Vor dem Hintergrund der neuen Exit-Möglichkeit des Austritts bei Verschmelzung auf eine GmbH stellt sich aber auch die Frage, ob das Austrittsrecht der rechtsformübergreifenden Verschmelzung analog auch für die Verschmelzung einer börsennotierten AG mit einer nicht notierten AG anwendbar ist. Das Gesetz

²⁰⁷ *Jabornegg/Strasser*, AktG4 § 225c Rz 1-2.

²⁰⁸ *Koppensteiner*, Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht, JBl 2003, 707; so auch Ott, Der Rückzug von der Börse 314, nach deutschem Recht.

²⁰⁹ *Szep* in *Jabornegg/Strasser*, AktG4 § 220a Rz 5.

²¹⁰ *Steck*, Going private über das UmwG – Das Gesellschaftsrecht des kalten Delisting 11.

sieht nach seinem Wortlaut das Austrittsrecht nur bei rechtsformübergreifender Verschmelzung auf eine GmbH vor, nicht jedoch bei Verschmelzung von AG, bei der die aufnehmende oder neu gegründete AG nicht an der Börse notiert (personalistisch gestaltete AG). Liegt eine planwidrige Gesetzeslücke oder eine gewollte marktrechtliche Orientierung des Gesetzgebers vor?

Tatsache ist, dass die Folgen einer rechtsformübergreifenden Verschmelzung gravierend sind, bedenkt man die sich grundlegend ändernde Gesellschaftsstruktur verbunden, mit den Veränderungen der Mitgliedschaftsrechte. Hinzu kommt die bloß mehr mit großem Aufwand erreichbare Lösung des Einzelnen von der Gesellschaft: Der Aktionär muss sich selbst auf die Suche nach einem Käufer machen (Marktfunktion) und kann sich nicht mehr an der von der Börse festgestellten Bewertung des Preises orientieren (Bewertungsfunktion).²¹¹

Aber verliert der Aktionär bei der Verschmelzung auf eine börsemarktferne AG nicht ebenso seine jederzeit auf einem geregelten Markt leichte Realisierbarkeit seiner Anteile, die mangels Publizität, erheblicher Informationsnachteile und dem mit einer Veräußerung einhergehenden Bewertungsrisiko vergleichbar erschwerte Bedingungen der Veräußerung nach sich zieht?

Das Argument der (Dreiviertel-)Mehrheit eines Hauptversammlungsbeschlusses kann gerade die Vermögensinteressen des verbleibenden Viertels der Minderheitsaktionäre nicht ausreichend sicherstellen. Mangels allgemeiner Regelung im Aktiengesetz, wonach bei gravierenden Änderungen der Satzung oder Veränderungen der Aktionärsrechte zum Schutz vermögenswerter Interessen von Minderheitsaktionären (die aufgrund ihrer geringen Beteiligung keinen oder keinen entscheidenden Einfluss auf Entscheidungen der Gesellschaft haben) ein Austritt möglich ist, scheint eine analoge Anwendung auch für die Verschmelzung auf eine nicht notierende AG jedenfalls geboten.

Als Korrelat für geringen Entscheidungseinfluss ist daher – indem auf sachlich gleich gelagerte Fälle ausdrückliche Regelungen übertragen werden – nach der

hL auch ein Austrittsrecht des Aktionärs bei Verschmelzung auf eine kapitalmarktfremde AG zu befürworten.²¹² Dem ist zuzustimmen.

1.7 Grenzüberschreitende Verschmelzung in der EU

Die bislang umstrittene Frage, ob die grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften möglich ist, wurde für Gesellschaften der EU durch das EU-Verschmelzungsgesetz (EU-VerschG)²¹³ in Umsetzung der RL 2005/56/EG²¹⁴ beantwortet.

AG und GmbH können sich seit 15.12.2007 mit Kapitalgesellschaften, die nach dem Recht eines anderen Mitgliedstaats mit Sitz in der EU gegründet worden sind, grenzüberschreitend verschmelzen. Auch im Rahmen einer grenzüberschreitenden Verschmelzung kann ein Delisting erfolgen. Es gelten daher die oben angeführten Grundsätze.

§ 3 EU-VerschG verweist hinsichtlich der Erfordernisse und Zulassungsvoraussetzungen des Weiteren auf die §§ 219 bis 233 AktG. Auch hier gilt gleich der Regelung im Aktiengesetz zur Verschmelzung verschiedener Rechtsträger (§ 243b AktG) das Recht auf angemessene Barabfindung bei Widerspruch zur Niederschrift gegen den Verschmelzungsbeschluss (§ 10 Abs 1 EU-VerschG).

2. Formwechselnde Umwandlung

Ändert die notierende AG ihre Rechtsform mittels Umwandlung, so spricht man von einer formwechselnden Umwandlung. Im Gegensatz zu der übertragenden Umwandlung, welche im UmwG geregelt ist, bestimmt sich die formwechselnde

²¹¹ Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 370f.

²¹² Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 378; so auch nach deutschem Umwandlungsrecht, wonach bei der Verschmelzung einer börsennotierten AG auf eine nicht börsennotierte AG der übernehmende Rechtsträger im Verschmelzungsvertrag oder in seinem Entwurf jedem Anteilsinhaber, der gegen den Verschmelzungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt, den Erwerb seiner Anteile gegen eine angemessene Barabfindung anzubieten hat (§ 29 Abs 1 dUmwG). AA Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 25 Rz 28.

²¹³ Bundesgesetz über die grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften in der Europäischen Union.

Umwandlung nach den §§ 239-244 AktG. Gewandelt wird bloß die Rechtsform (Organisationsform); die Rechtspersönlichkeit und somit die Identität der Gesellschaft bleiben von der formwechselnden Umwandlung unberührt.²¹⁵

Durch den Rechtsformwechsel wird die AG zur GmbH, womit als Rechtsfolge naturgemäß eine Beendigung der Zulassung und eine Notierungsbeendigung der an der Börse gehandelten Aktien verbunden sind. Eine Vermögensübertragung ist aufgrund gewahrter Identität nicht erforderlich.

2.1 Beschluss der Hauptversammlung

Zwingende Voraussetzung für die Umwandlung der Gesellschaft in eine GmbH ist die mit dem qualifizierten Mehrheitserfordernis gem § 239 Abs 2 AktG (drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals) vorgesehene Beschlussfassung durch die Hauptversammlung. Die Zuständigkeit der Hauptversammlung hiezu kann ihr weder entzogen noch auf ein anderes Gesellschaftsorgan übertragen werden.²¹⁶

Die Satzung kann dabei eine größere (nicht jedoch eine geringere) Kapitalmehrheit vorsehen und den Beschluss noch an weitere Erfordernisse knüpfen.

Voraussetzung ist, dass der Umwandlungsbeschluss wirksam ist und alle Anforderungen an seine Gültigkeit erfüllt sind. Ist der Beschluss unwirksam, kann der Mangel auch nicht im Rahmen der konstitutiven Wirkung der Eintragung als behoben gelten.

Die Umwandlung einer GmbH aus der AG ist nur dann gültig, wenn der die Umwandlung begründende Beschluss (trotz Eintragung) „Bestand“ hat.²¹⁷ Andern-

²¹⁴ Richtlinie über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten, ABI L 2005/310 v 25.11.2005, 1.

²¹⁵ *Jabornegg/Strasser*, AktG4 § 239 Rz 2 spricht von einer „bloßen Wandlung einer und derselben Rechtsperson“. Zur vergleichbaren Situation in Deutschland Steck, *Going private über das UmwG – Das Gesellschaftsrecht des kalten Delisting* 1ff.

²¹⁶ *Jabornegg/Strasser*, AktG4 § 239 Rz 8.

²¹⁷ *Jabornegg/Strasser*, AktG4 § 241 Rz 1.

falls ist der Hauptversammlungsbeschluss nichtig oder kann mittels Anfechtung (und stattgebenden Urteil) rückwirkend für nichtig erklärt werden.

Wird der Beschluss nach Eintragung der Umwandlung gem §§ 195ff AktG angefochten, so ist die Gesellschaft bis zu dem der Anfechtung stattgebenden Urteil einstweilen als GmbH zu betrachten, welche im Anfechtungsprozess durch ihren Geschäftsführer vertreten wird.

Der Nennbetrag der Anteile an der GmbH kann von jenem Nennbetrag abweichen, der für die AG festgelegt war. Eine solche Abweichung bedarf der Zustimmung jedes einzelnen Aktionärs, der durch die Festsetzung des adaptierten Nennbetrags an einer Beteiligung an dem Stammkapital der neuen GmbH mit seinem gesamten Anteil zu beteiligen ist (§ 239 Abs 4 AktG).

2.2 Austritts- und Abfindungsrecht

Jedem Aktionär, der gegen die Umwandlung Widerspruch zur Niederschrift erklärt hat, steht gegenüber der Gesellschaft oder einem Dritten, der die Barabfindung angeboten hat, das Recht auf eine angemessene Barabfindung gegen Hingabe seiner Geschäftsanteile zu (§ 244 Abs 1 AktG).

Der Vorstand hat den Aktionären spätestens zusammen mit der Einberufung der Hauptversammlung, die den Formwechsel beschließen soll, die Bedingungen der Barabfindung mitzuteilen, die widersprechenden Aktionären angeboten wird (§ 244 Abs 2 AktG).

Die Angemessenheit der Bedingungen der Barabfindung ist durch einen sachverständigen Prüfer zu prüfen. Ein Prüfbericht über die Angemessenheit der Abfindung hat mindestens 14 Tage vor dem Tag der Hauptversammlung zur Einsicht der Aktionäre aufzuliegen. Die Aktionäre sind spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung auf ihre Rechte zur Barabfindung hinzuweisen.

2.3 Zusammenfassung

In der praktischen Umsetzung zur Erreichung des angestrebten Zweckes eines Delisting scheint diese Variante als wenig geeignet (Streubesitz-Aktionäre wer-

den GmbH-Gesellschafter, jede Übertragung von Gesellschaftsanteilen einer GmbH erfordert einen Notariatsakt etc).

Da die formwechselnde Umwandlung unabhängig von der Dauer ihrer Existenz als AG oder GmbH durchgeführt werden kann, besteht auch die Möglichkeit, binnen kurzer Zeit die notierende AG in eine GmbH und anschließend wieder in eine – diesmal private – AG zu umwandeln.

Da die Notierungsbeendigung von der Börse jedoch nicht ausgesprochen werden darf, wenn diese durch den Emittenten missbräuchlich herbeigeführt wurde und die Interessen der Anleger beeinträchtigt sein können, wird diese Voraussetzung auch in einem solchen Fall zu prüfen sein.

Insgesamt stellt die formwechselnde Umwandlung eine für den Hauptgesellschafter wenig praktische gesellschaftsrechtliche Variante zur Herbeiführung eines Going Private dar.

3. Vermögensübertragung mit anschließender Liquidation

Eine weitere Variante ist der Verkauf von Aktiva der Zielgesellschaft an eine nicht börsennotierte Gesellschaft mit dem Ziel, wesentliches Vermögen der börsennotierten Gesellschaft zu übertragen (*Asset Sale*).

3.1 Überblick

Werden sämtliche Wirtschaftsgüter einer börsennotierten Gesellschaft auf einen Dritten im Wege eines *Asset Deal* übertragen und beschließt die AG sodann ihre Auflösung (§§ 237 Abs 3 iVm 203 ff AktG), kommt es in Folge auch zur Notierungsbeendigung.

Die übertragende Auflösung vollzieht sich dabei in mehreren Schritten. Die Aktionäre müssen im Rahmen der Hauptversammlung zweimal mitwirken.

Einerseits ist für die „Vermögensübertragung in anderer Weise“ die Zustimmung der Hauptversammlung zur Übertragung erforderlich, welche einer Mehrheit von mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals entsprechen muss. Für die Auflösung der Gesellschaft als zweiten Schritt

(§ 203 AktG) sind ebenfalls Mehrheitserfordernisse von drei Viertel für einen positiven Hauptversammlungsbeschluss festgelegt.

Der Dritte, dem das Vermögen verkauft wird, ist häufig eine von den Mehrheitsgesellschaftern der börsennotierten AG neu gegründete Gesellschaft. Da im Wege der Liquidation die Minderheitsgesellschafter mit dem ihnen zustehenden Anteil an dem verbleibenden Vermögen (Verkaufserlös aus dem *Asset Deal* und sonstiges Vermögen) abgefunden werden und idR nicht mehr an der neuen Gesellschaft beteiligt werden, wird mit dieser Methode auch das vollständige Hinausdrängen der Minderheitsaktionäre erreicht.

Da dieses Hinausdrängen der Minderheitsaktionäre bis zur Einführung der *Squeeze-out*-Regelung im Gesellschafterausschlussgesetz die einzige Möglichkeit war, gleichzeitig einen Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern und einen Rückzug von der Börse herbeizuführen, wurde diese Vorgehen daher auch als *sale of assets squeeze-out* bzw. *going private liquidation* bezeichnet.²¹⁸

3.2 Vermögensübertragung

§ 237 AktG sieht die Übertragung des gesamten Vermögens einer Gesellschaft im Wege der Einzelrechtsnachfolge vor. Das Vermögen der börsennotierten AG, welches idR aus dem von der Gesellschaft geführten Unternehmen besteht, wird dabei mittels *Asset Deal* veräußert.²¹⁹

Grundlage ist der Übernahmevertrag, welcher die AG – notariell beurkundet – zur Vermögensübertragung verpflichtet. Hierbei haben die Aktionäre mitzuwirken, wobei eine Mehrheit für die Zustimmung der Hauptversammlung vorgesehen ist, wie sie sonst nur für den Unternehmensgegenstand betreffende Satzungen vorgesehen ist; der Abschluss des Übernahmevertrags (=Verpflichtungsgeschäft²²⁰) bedarf zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der

²¹⁸ Ott, Der Rückzug von der Börse 335 mit Verweis auf Wolf, ZIP 2002, 153ff.

²¹⁹ Zur Ausgliederung des gesamten Unternehmens in eine Tochtergesellschaft im Wege der Spaltung vgl. Jabornegg/Strasser, AktG4 § 237 Rz 3.

²²⁰ Jabornegg/Strasser, AktG4 § 237 Rz 16.

Hauptversammlung mit einer Mehrheit von mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals.

Die Satzung der AG kann diese Mehrheit auch durch eine größere Mehrheit ersetzen und weitere Erfordernisse für die Übertragung vorsehen. Wirksamkeitsvoraussetzung der Zustimmung ist, dass der Hauptversammlung der vollständige Veräußerungsvertrag vorgelegt wurde und den Aktionären bei ihrer Zustimmung der Vertragsinhalt hinlänglich bekannt war.²²¹ Nicht erforderlich ist hingegen, dass die Zustimmung der Hauptversammlung vor Vertragsabschluss erfolgt; die Zustimmung kann auch nachträglich zur Begründung der Wirksamkeit des Übernahmevertrags erteilt werden.

In der Lehre wird teilweise die Meinung der analogen Anwendung des Umwandlungsrechts für die übertragende Auflösung vertreten.²²² Folgt man dieser Meinung, wäre für die übertragende Auflösung unter anderem auch eine 90%ige Mehrheit für den Hauptversammlungsbeschluss erforderlich. Der OGH hat demgegenüber beim *Squeeze-out* durch nicht verhältnismäßige Spaltung entschieden, dass

„(...) der durch § 9 SpaltG und § 2 Abs 3 UmwG der Minderheit gewährte Rechtsschutz durch die unterschiedlichen Rechtsfolgen der jeweiligen Umgründungsmaßnahme sachlich gerechtfertigt und als gleichwertig anzusehen ist“,

weshalb mangels Umgehung eine analoge Anwendung der umwandlungsrechtlichen Bestimmungen auf die Spaltung ausgeschlossen ist.²²³

§ 237 AktG normiert die Übertragung des „*ganzen Gesellschaftsvermögens*“, wobei die Lehre in Anlehnung an die deutsche Judikatur von einer Zulässigkeit der Belassung unbedeutender Vermögensteile im Vermögen der übertragenden

²²¹ Jabornegg/Strasser, AktG4 § 237 Rz 18.

²²² Rüffler, Die übertragende Auflösung als Beispiel für die analoge Anwendung des Umwandlungsrechts, wbl 2001, 347.

AG ausgeht.²²⁴ Unbedeutend sind Vermögensteile dann, wenn sie im Kollektiv zum Fortbetrieb des Unternehmens der übertragenden AG ungeeignet sind. Der OGH befindet es als ausreichend, wenn „*der wesentliche Teil dieser Vermögensaktiven*“ (iSd ganzen Gesellschaftsvermögens) übertragen wird.²²⁵

Kommt es im Rahmen des *Asset Deal* zu einem Wechsel des Zurechnungssubjekts durch Einzelrechtsnachfolge, so ist der Übergang durch eine Vielzahl an Vorgängen gekennzeichnet, da Unternehmen als Organisation – als „Ganzes“ – nicht *uno actu* übertragen werden können.

So hat die sachenrechtliche Übertragung von Liegenschaften durch Eintragung in das Grundbuch (§ 4 GBG) und die symbolische Übergabe beweglicher Gegenstände (Warenlager oä) zu erfolgen. Zu beachten sind auch die Sonderbestimmungen über den Übergang der Arbeitsverhältnisse (§ 3 Abs 1 AVRAG), die Übertragung von Mietverträgen (§ 12a Abs 1 MRG) etwa im Marken- und Markenlizenzrecht sowie bei manchen Versicherungsverträgen.

Mit dem am 01.01.2007 novellierten Unternehmensgesetzbuch ist die Übernahme aller Rechtsverhältnisse nunmehr von Gesetzes wegen vorgesehen und bedarf keiner ausdrücklichen Vereinbarung mehr.²²⁶ Forderungen gehen aufgrund einer Legalzession auf den Erwerber über (§ 38 UGB). Die Haftung des Erwerbers bestimmt sich nach § 38 UGB und § 1409 ABGB.²²⁷

Die bei der Auflösung der Gesellschaft geltenden Gläubigerschutzvorschriften kommen in diesem Stadium noch nicht zur Anwendung, selbst wenn die Auflösung der Gesellschaft bereits durch die Hauptversammlung beschlossen wurde. Die Aktionäre (insb die Großaktionäre) haben in diesem Stadium noch keinen anspruchsbegründeten Zugriff auf das für die Übertragung geleistete Entgelt;

²²³ OGH 09.03.2000, 6 Ob 31/00b; *Bachner*, Squeeze-out durch nicht verhältnismäßige Spaltung, *ecolex* 2000/166; *Szep* in *Jabornegg/Strasser*, AktG4 § 237 Rz 2.

²²⁴ *Jabornegg/Strasser*, AktG4 § 237 Rz 5 mit Verweis auf BGH 25.02.1982, DB 1982, 388ff.

²²⁵ OGH 11.03.1996, 1 Ob 566/05.

²²⁶ Dispositiv geregelt, kann ein automatischer Übergang der Verträge durch Vereinbarung zwischen Veräußerer und Erwerber beim Unternehmensübergang ausgeschlossen werden.

dieses fließt der Gesellschaft zu und kann erst im Anschluss an die – unter Einhaltung aller Gläubigerschutzvorschriften – erfolgreiche Liquidation auf die Aktionäre entsprechend ihren Anteilen verteilt werden. Bis zu diesem Zeitpunkt dient das Entgelt den Gläubigern als Haftungsfonds.

3.3 Auflösung der Gesellschaft und Liquidation

Auch für die Auflösung der Gesellschaft ist gem § 203 Abs 1 Z 2 AktG zwingend ein Beschluss der Hauptversammlung mit einer Mehrheit von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals (oder einer allfällig in der Satzung festgelegten größeren Mehrheit) erforderlich.

Mit der beschlossenen Auflösung tritt die Gesellschaft in das Stadium der Abwicklung; die übertragende AG besteht als juristische Person bis zum Abschluss des Liquidationsverfahrens und der Löschung aus dem Firmenbuch fort.²²⁸ Das nach der Berichtigung der Schulden verbleibende Vermögen wird erst nach Ablauf der Sperrfrist von mindestens einem Jahr unter den Aktionären – wenn nicht mehrere Gattungen von Aktien mit verschiedenen Rechten vorhanden sind – nach Anteilen am Grundkapital (im Verhältnis der Nennbeträge) verteilt.

3.4 Abfindungsrecht

Bei der übertragenden Auflösung ist keine Abfindung der Aktionäre vorgesehen, der Vermögensschutz erfolgt durch die anteilige Ausschüttung des Liquidationserlöses (§ 212 AktG).²²⁹

Im Falle der Identität der Großaktionäre in der notierenden und in der übernehmenden Gesellschaft kann nicht immer von einer tatsächlich angemessenen Gegenleistung ausgegangen werden.

²²⁷ Zib/Verweijen, Das neue Unternehmensgesetzbuch 85f.

²²⁸ Jabornegg/Strasser, AktG4 § 203 Rz 1.

²²⁹ Krolow, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting) 38; Kruse, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften 165f.

Da der Hauptversammlungsbeschluss nach allgemeinen Vorschriften wegen einem unangemessenem Kaufpreis (Entgelt) angefochten werden kann, ist eine Prüfung der Angemessenheit des Unternehmenswerts durch die Gerichte auch im Rahmen der Kontrolle des Übertragungsbeschlusses möglich.²³⁰

3.5 Zulassungsbeendigung

Das Aktiengesetz regelt zwar die Auflösung der Gesellschaft, nicht jedoch eine damit einhergehende Beendigung der Zulassung der Aktien zum Börsehandel. Ebenso sieht das Börsegesetz keine Regelungen für die Auflösung der Gesellschaft und deren Folgen in Hinblick auf die an der Börse gehandelten Aktien vor.

Als ungeschriebene Zuständigkeit der Hauptversammlung vertritt die Lehre die Auffassung, dass auch die Zulassungs- und Notierungsbeendigung – in gleicher Weise wie der Beschluss zur Vermögensübertragung und Auflösung der Gesellschaft – zumindest gesellschaftsrechtlich an das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses gebunden sind.²³¹

Die Notierung verliert jedoch unter dem Aspekt, dass die in Auflösung befindliche Gesellschaft nicht mehr „aktiv“ ist – die AG also von *Going Concern*-Bewertungen abgehen kann (§ 211 Abs 3 AktG) – und Dividendenausschüttungen an die Aktionäre in Folge der Abwicklung unzulässig werden (weshalb auch die Beurteilung des Aktienkurses unmöglich wird), ihre Sinnhaftigkeit.²³²

Ob die Notierung somit *ipse iure* oder letztlich mittels Bescheids der Börse wegen Wegfalls der Zulassungsvoraussetzungen beendet wird, ist nicht geregelt.

3.6 Zusammenfassung

Die Vermögensübertragung mit anschließender Auflösung der Gesellschaft erfährt durch die neue Bestimmung des § 38 UGB eine Erleichterung, da mit dem

²³⁰ Jabornegg/Strasser, AktG4 § 237 Rz 19.

²³¹ Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 203 Rz 13.

²³² Doralt/Nowotny/Kalss, AktG4 § 203 Rz 12.

Unternehmen verbundene Verträge, Rechte und Forderungen nunmehr automatisch auf den Erwerber übergehen.

Insofern ist ein rascherer, fließenderer Übergang auf Basis der wirtschaftlichen Grundlagen möglich, wodurch letztlich Wertverluste vermieden werden können. Überdies führt die Liquidation nach erfolgter Einbringung in der Praxis ohne Probleme und ohne weitere Voraussetzungen zum Delisting und regelmäßig auch gleichzeitig zum Hinausdrängen der Minderheitsaktionäre.

Dennoch sind aufgrund der Einzelrechtsnachfolge idR aufwendige formelle Übertragungsakte zu setzen, welche eine längere Dauer der Übertragung veranlassen. Hinzu kommt der ebenso aufwendige Verfahrensprozess der Liquidation, welcher aufgrund der Bestimmungen über die Gläubigeraufrufe und der einzuhaltenden Sperrfrist mehr als ein Jahr andauert, bis die Verteilung des Erlöses abschließend vorgenommen werden kann. Davon abgesehen wäre auch ein möglicher negativer Aspekt der Aufdeckung und Versteuerung stiller Reserven bei der Vermögensübertragung zu beachten.

4. Spaltung

Die notierende Gesellschaft könnte ihr (wesentliches) Vermögen als übertragende Gesellschaft im Wege der verhältnismäßigen Aufspaltung (hier wird die übertragende Gesellschaft ohne Abwicklung beendet) oder Abspaltung (hier bleibt die Gesellschaft nach der Spaltung bestehen, könnte aber anschließend liquidiert werden) auf eine bereits bestehende Gesellschaft (Spaltung zur Aufnahme) oder auf eine im Zuge der Spaltung neu gegründete Gesellschaft (Spaltung zur Neugründung) übertragen.

Als Folge der Aufspaltung der übertragenden Gesellschaft geht diese unter; bei einer Abspaltung bleibt die übertragende Gesellschaft bestehen, kann aber unter den allgemeinen Voraussetzungen liquidiert werden.

Die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft erwerben aufgrund der Spaltung Anteile an der – nicht börsennotierten – aufnehmenden (neuen) Gesellschaft; dadurch wird im Ergebnis das Delisting der Aktien der Zielgesellschaft erreicht.

Die Beendigung der Notierung ergibt sich in Folge gesellschaftsrechtlicher Strukturveränderungen der AG, welche der Zustimmung der Hauptversammlung bedürfen. Eine gesonderte Beschlussfassung ist in Anbetracht der idR erforderlichen qualifizierten Mehrheiten nicht notwendig. Verlangt wird jedoch ein Hinweis an die Aktionäre, dass mit den gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen die Beendigung der Börsennotierung einhergeht, sowie die Gewährleistung eines Austrittsrechts samt angemessener Abfindung.²³³

4.1 Hauptversammlungsbeschluss

Die Spaltung bedarf eines Beschlusses der Anteilsinhaber von einer Mehrheit von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals (§ 8 SpaltG). Die Satzung kann eine größere Mehrheit und weitere Erfordernisse bestimmen.

4.2 Austritts- und Abfindungsrecht

Vor Einführung des Gesellschafterausschlussgesetzes war die Spaltung traditionsgemäß auch zum Hinausdrängen der Minderheitsgesellschafter aus der Gesellschaft (*Squeeze-out*) gebräuchlich. Mit dem *Squeeze-out* und dem Erlangen von 100% der Gesellschaftsanteile ging das Going Private einher. Der Verfassungsgerichtshof stellte zum Abfindungsrecht bereits damals Folgendes fest:

*„Das Hinausdrängen von Minderheitsgesellschaftern allein ist noch nicht verfassungswidrig, wenn dafür gesorgt wird, dass ausscheidende Gesellschafter angemessen abgefunden werden.“*²³⁴

Mit Umsetzung der Übernahmerrichtlinie in Österreich mit dem Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006²³⁵ wurde das Spaltungsgesetz aufgrund des Ab-

²³³ Geeignet wäre hierfür etwa der Bericht des Vorstands gem §§ 220a AktG, 4 SpaltG; vgl. Zollner, Einbahnstraße Börsennotierung? Delisting nach österreichischem Recht, GeS 2004, 208f; Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 374.

²³⁴ VfGH 16.06.2005, G 129/04 (LS) = AnwBl 2006, 574 = GeS 2005, 323 = RdW 2005/559 = ecolex 2005/288.

gehens vom Einstimmigkeitsprinzip für Beschlussfassungen im Minderheitenschutz neu geregelt.

Jeder Anteilseigentümer, der einer nicht verhältnismäßigen Spaltung nicht zustimmt (§ 9 SpaltG) oder bei einer rechtsformübergreifenden Spaltung gegen den Spaltungsbeschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt (§ 11 SpaltG), hat das Recht auf eine angemessene Barabfindung seiner Anteile.

Gem § 9 Abs 1 SpaltG hat jeder Anteilsinhaber, der einer nicht verhältnismäßigen Spaltung nicht zugestimmt hat, Anspruch auf angemessene Barabfindung seiner Anteile, wenn er vom Zeitpunkt der Beschlussfassung der Gesellschafterversammlung bis zur Geltendmachung des Rechts Gesellschafter war. Das Angebot kann nur binnen zwei Monaten nach dem Tag angenommen werden, an dem die Eintragung der Spaltung gem § 10 UGB als bekanntgemacht gilt. Die Zahlung ist binnen zwei Monaten ab Zugang der Annahmeerklärung fällig. Die beteiligten Gesellschaften haften als Gesamtschuldner. Für die Erfüllung der angebotenen Barabfindung einschließlich der Übertragungskosten ist dem Abfindungsberechtigten Sicherheit zu leisten.

Anteilsinhaber, die das Angebot auf angemessene Barabfindung gem § 9 Abs 1 SpaltG angenommen haben, können bei Gericht einen Antrag stellen, dass die angebotene Barabfindung überprüft und eine höhere Barabfindung festgelegt wird. Für das Verfahren auf gerichtliche Überprüfung gelten die §§ 225d bis 225m, ausgenommen § 225e Abs 3 zweiter Satz und § 225j Abs 2 AktG, sinngemäß. Eine Klage auf Anfechtung des Spaltbeschlusses kann mit Hinblick auf die Höhe der Barabfindung jedoch nicht angestrengt werden (§ 9 Abs 2 SpaltG).

Hat die neue Gesellschaft eine andere Rechtsform als die übertragende Gesellschaft (rechtsformübergreifende Spaltung), so steht jedem Anteilsinhaber, der

²³⁵ Bundesgesetz, mit dem das Übernahmegesetz, das Handelsgesetzbuch, das Börsegesetz, das Umwandlungsgesetz und das Spaltungsgesetz geändert werden und ein Bundesgesetz über den Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern erlassen wird (Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006 – ÜbRÄG 2006).

gegen die Spaltung Widerspruch zur Niederschrift erklärt hat, das Recht auf angemessene Barabfindung gem § 11 SpaltG zu. § 9 SpaltG ist sinngemäß anzuwenden.

Das SpaltG enthält für die Minderheitsgesellschafter auch den Schutz in Form der Spaltungsprüfung gem § 5 SpaltG. Der Spaltungsplan ist durch den Spaltungsprüfer zu prüfen; dieser hat über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Bei einer nicht verhältnismäßigen Prüfung ist der Bericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob das vorgeschlagene Umtauschverhältnis der Anteile, ggf die Höhe der baren Zuzahlungen und deren Aufteilung auf die Anteilsinhaber sowie das Barabfindungsangebot angemessen sind. Dabei ist gem § 5 Abs 4 SpaltG insb anzugeben,

- nach welchen Methoden das vorgeschlagene Umtauschverhältnis der Anteile, deren Aufteilung auf die Anteilsinhaber sowie das Barabfindungsangebot ermittelt worden sind;
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist, und
- welches Umtauschverhältnis und welche Verteilung auf die Anteilsinhaber sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewendet worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist dazu Stellung zu nehmen, welche Gewichtung diesen Methoden beigemessen wurde und darauf hinzuweisen, ob und welche Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

Die Angemessenheit der Barabfindung kann überdies gem § 9 Abs 2 SpaltG gerichtlich überprüft werden. Der Spaltungsbeschluss selbst kann jedoch nicht mit der Begründung eines unangemessenen Umtauschverhältnisses angefochten bzw aufgehoben werden. Überprüft werden kann demnach nur die Höhe des Barabfindungsangebots, während die gesellschaftsrechtliche Maßnahme als solche nicht verhindert werden kann.

5. Squeeze-out

Die gängigste Möglichkeit, ein Delisting im Wege gesellschaftsrechtlicher Maßnahmen herbeizuführen, ist das *Squeeze-out*, ein Gesellschafterausschluss, der vom Hauptgesellschafter mit mehr als 95% der Anteile durchgeführt werden kann.

Mangels freiwilligem Delisting hat sich das *Squeeze-out* zu einer beliebten Möglichkeit entwickelt, die Minderheitsgesellschafter auszuschließen und so ein Going Private herbeizuführen. Ein prominentes Beispiel ist der Gesellschafterausschluss bei der *Bank Austria-Creditanstalt*.²³⁶

*„Austrian Stock Exchange law generally does not provide for the possibility of voluntary delisting. Therefore, a delisting of a company (...) has to be achieved through a corporate reorganization by way of a squeeze-out of the remaining minority shareholders”.*²³⁷

Beim *Squeeze-out* erhält der Mehrheitsaktionär die Möglichkeit, ab einer Beteiligung von 95% die verbleibenden Minderheitsaktionäre gegen eine Barleistung abzufinden. Mit Übertragung von 100% der Aktien auf den Mehrheitsaktionär erlischt die Notierung an der Börse.

Bis zum Erlass des Gesellschafterausschlussgesetzes (GesAusG)²³⁸ war das *Squeeze-out* samt den Fragen über den Minderheitenschutz der Aktionäre durch unterschiedliche Auffassungen der Lehre geprägt. Durch das ÜbRÄG 2006 wurden im Rahmen der Umsetzung der Übernahmerrichtlinie der Gesellschafterausschluss und seine Konsequenzen durch den Gesetzgeber schließlich umfassend geregelt.

²³⁶ Vgl. APA, Bank Austria einigt sich mit Kleinaktionären, Online-Journal vom 21.05.2008 (Anlage 3).

²³⁷ CHSH, Getting the Deal Through – Private Equity 2007 (Austria), 83 (www.chsh.at – Publikationen, CHSH, 23.06.2009).

²³⁸ Bundesgesetz über den Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern (BGBl I 1996/75); vgl. Klement, Gesellschafterausschluss nach dem Gesellschafterausschlussgesetz, ecolex 2006. Ruhm, Praxisleitfaden zum Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern, ecolex 2007, 353 und Ruhm, Checkliste ecolex 2006, 912.

Die übertragende Umwandlung sowie die nicht verhältnismäßige Spaltung als traditionelle Methode zum *Squeeze-out* wurden damit in ihrer Funktion zum Ausschluss von Gesellschaftern weitgehend zurückgedrängt. Der Gesellschafterausschluss durch die verschmelzende Umwandlung ist weiterhin möglich.²³⁹

5.1 Bericht des Vorstands und des Hauptgesellschafters

Der Vorstand der Kapitalgesellschaft und der Hauptgesellschafter haben gem § 3 GesAusG gemeinsam einen Bericht über den geplanten Ausschluss aufzustellen. Dieser muss zumindest die Voraussetzungen des Ausschlusses darlegen und die Angemessenheit der Barabfindung erläutern und begründen.

Auf besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens ist hinzuweisen. § 112 Abs 3 erster Satz AktG ist sinngemäß anzuwenden. Im Bericht ist anzugeben, dass jedem Minderheitsgesellschafter ein Anspruch auf angemessene Abfindung zusteht und dass die Gesellschafter bei Gericht einen Antrag auf Überprüfung des Barabfindungsangebots stellen können (§ 6 GesAusG).

Der Bericht ist mindestens einen Monat vor Beschlussfassung durch den Vorstand zu veröffentlichen, wobei allfällige Berichte, Gutachten und Jahresabschlüsse dem Gesellschafter auf dessen Verlangen vorzulegen sind.

Die Richtigkeit des Berichts und die Angemessenheit der Barabfindung sind von einem sachverständigen Prüfer zu prüfen.

5.2 Hauptversammlungsbeschluss

Über einen Gesellschafterausschluss nach dem GesAusG hat die Hauptversammlung einer AG (bzw die Generalversammlung einer GmbH) zu entscheiden.

Der Beschluss der Gesellschafterversammlung bedarf der Mehrheit der abgegebenen Stimmen und der Zustimmung des Hauptgesellschafters zum *Squeeze-*

²³⁹ Im Gegensatz zur Spaltung, welche nach *Winner*, Wert und Preis im neuen Recht des Squeeze-out, mit Verweis auf die Absicht des Gesetzgebers nicht mehr zur Verfügung stehen soll, JBI 2007, 434.

out (§ 4 GesAusG). Die Satzung kann dabei – wie sonst auch – eine größere Mehrheit und weitere Erfordernisse festlegen.

Die Notwendigkeit einer Beschlussfassung relativiert sich aufgrund der Vorbedingungen, da die Mehrheit – sofern der Gesellschafterausschluss durch den Hauptgesellschafter geplant ist – ohnehin fest steht. Außer den Informationen zur Abfindung kann der Minderheitsaktionär dem Formalakt der Beschlussfassung nichts abgewinnen. Die Möglichkeiten der Anfechtung mittels Klage sind beschränkt und können nicht darauf gestützt werden, dass die Barabfindung nicht angemessen festgelegt ist oder dass die Erläuterungen der Barabfindung im Vorstandsbericht nicht den gesetzlichen Bestimmungen entsprechen.

5.3 Ausschluss und Barabfindung

Bei einem *Squeeze-out* hat der Gesellschafter – im Gegensatz zu den eingangs erwähnten gesellschaftsrechtlichen Vorgängen – kein Austrittsrecht, sondern wird von der Gesellschaft ausgeschlossen.

Ausschließung und Austrittsrecht haben dieselbe Rechtsfolge, doch geht bei der Ausschließung die Initiative von der Gesellschaft bzw dem Hauptgesellschafter aus und lässt somit das Element der Freiwilligkeit seitens des einzelnen Gesellschafters vermissen.²⁴⁰ Unabhängig von der Freiwilligkeit des Ausscheidens aus der Gesellschaft stellt sich auch beim Ausschluss die Frage nach einer angemessenen Barabfindung.

Für die Übertragung der Anteile hat der Hauptgesellschafter eine angemessene Barabfindung zu gewähren, wobei Sonderrechte gesondert abzugelten sind (§ 2 GesAusG). Jeder Aktionär hat Anspruch auf eine angemessene Barabfindung und kann diese auf Antrag überprüfen lassen (§ 6 GesAusG).²⁴¹

²⁴⁰ Harrer, Ausschließung, Austritt und Kündigung im Recht der GmbH, Festschrift Frotz (1993) 282.

²⁴¹ Vgl den Gesellschafterausschluss bei der Bank Austria Creditanstalt AG. Die von der Unicredit dem Streubesitz gebotenen EUR 129,40 je BA-CA-Aktie waren einigen Aktionären zu gering, weswegen gerichtliche Überprüfungsverfahren eingeleitet wurden (letzter Handelstag der Aktien am standard market auction

Auf die Überprüfung sind die Bestimmungen über die Verschmelzung zur Aufnahme auf die Kapitalgesellschaft sinngemäß anzuwenden.²⁴²

Der Tag der Beschlussfassung durch die Hauptversammlung gilt als Stichtag für die Feststellung der Angemessenheit. Genauer – wie die Angemessenheit der Abfindung zu bemessen ist und auf welche Grundlagen sie sich stützt – ist durch das GesAusG nicht festgelegt.

Der Hauptgesellschafter muss vor Einberufung der Hauptversammlung einen Treuhänder bestellen und bei diesem die Barabfindung hinterlegen. Die Auszahlung der Barabfindung erfolgt durch den Treuhänder gegen Übergabe der Aktien (§ 5 Abs 4 GesAusG).

Der Anspruch auf Barabfindung verjährt innerhalb von drei Jahren ab dem Zeitpunkt, an dem die Eintragung des Ausschlusses im Firmenbuch als bekannt gemacht gilt.²⁴³

Hat der Hauptgesellschafter seine Beteiligung durch ein Übernahmeangebot iSd ÜbG erworben oder erweitert und war das Übernahmeangebot auf Erwerb aller Aktien der Zielgesellschaft gerichtet, so ist eine Barabfindung im folgenden *Squeeze-out* unter dem Wert der höchsten Gegenleistung des Übernahmeangebots jedenfalls nicht angemessen. Hat der Bieter im Rahmen des Übernahmeangebots oder iZm dem Übernahmeangebot mehr als 90% der durch das Angebot betroffenen Aktien erworben, so wird gesetzlich vermutet, dass eine Barabfindung iHd Wertes der höchsten Gegenleistung angemessen ist (§ 7 Abs 3 GesAusG).

Die Frage nach der Angemessenheit der Abfertigung im Rahmen des *Squeeze-out* ist nicht neu. Bereits beim Gesellschafterausschluss im Rahmen der ver-

(prime market) war der 20.05.2008; der letzte Preis an der Wiener Börse: EUR 142,60; vgl <http://www.wienerborse.at/investors/listings/delistings-2008.html>, 23.06.2009).

²⁴² §§ 225c bis 225e AktG mit Ausnahme des §§ 225c Abs 3 und 4, § 335 e Abs 3 zweiter Satz und § 225j AktG, wobei an die Stelle des Verschmelzungsvertrags der Bericht gem § 3 Abs 1 GesAusG und anstelle des Umtauschverhältnisses die Höhe der baren Abfindung für die Anteile tritt.

²⁴³ *Ruhm*, Praxisleitfaden zum Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern, ecolex 2007, 354.

schmelzenden Umwandlung hat sich die Frage nach der Höhe und den Berechnungsmethoden der angemessenen Abfindung gestellt.

Hinsichtlich der Angemessenheit kann jedenfalls die Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung stiller Reserven und Ertragsaussichten als Grundlage zur Feststellung des angemessenen Anteilswerts herangezogen werden. *Winner* verlangt etwa die „volle Entschädigung des anteiligen Unternehmenswerts“.²⁴⁴ Der Unternehmenswert hat dabei nach der Kammer der Wirtschaftstreuhänder folgenden Inhalt:

„ (...d)en Barwert, der mit dem Eigentum am Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner, die aus der Fortführung des Unternehmens und aus der Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erzielt werden (Zukunftswert nach dem Ertragswertverfahren oder Discounted Cash Flow Verfahren).“

Die Berechnung erfolgt mit jenem Kapitalisierungszinssatz, welcher der Rendite einer adäquaten Alternativanlage entspricht. Die Untergrenze bildet dabei grds der Liquidationswert.²⁴⁵

Der Börsenkurs ist ein weiteres Indiz, wobei auf dessen oftmals vorhandene Divergenz vom tatsächlichen unternehmensinternen Wert zu achten ist. Da die zur Festlegung der Angemessenheit des Wertes überwiegend heranzuziehenden Unterlagen aus der Quelle des Hauptgesellschafters stammen, ist die Objektivität weiters beeinflusst. Für eine objektive Bewertung spricht die Prüfung eines Sachverständigen, der gem § 3 Abs 2 GesAusG vom Gericht ausgewählt und bestellt wird.

Für eine klare gesetzliche Regelung zur Festsetzung der Angemessenheit einer Abfindung spricht sich daher die Lehre aus, ua *Torggler*, der bis dato von einer

²⁴⁴ *Winner*, Wert und Preis im neuen Recht des Squeeze-out, JBl 2007, 435.

²⁴⁵ Fachgutachten „Unternehmensbewertung“ des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder vom 27.02.2006.

bloßen „Illusion von der Angemessenheit einer Abfindung“ spricht.²⁴⁶

²⁴⁶ *Torggler*, Zur sogenannten materiellen Beschlusskontrolle insbesondere bei der Umwandlung, GeS 2006, 58 ff und 109 ff;

Kapitel 7

Internationale Betrachtungen des Kapitalmarktrechts in den USA und Deutschland

1. USA

In den USA beschäftigte man sich im Vergleich mit Europa bereits wesentlich früher mit den am Kapitalmarkt auftretenden Going Private-Transaktionen. Während das Delisting an den europäischen Kapitalmärkten – mit Ausnahme von Großbritannien – bis vor kurzem noch kein populäres Thema war, ist es in den USA seit Jahrzehnten ein vertrautes Phänomen des Kapitalmarktalltags, das seinen Niederschlag in einem umfassenden Regelungswerk zur rechtlichen und praktischen Durchführung fand.

Bereits im Jahr 1886 konnte man in den USA den ersten Rückzug von der Börse beobachten.²⁴⁷ 1934 führte die USA durch den *Securities Exchange Act* (SEA) die Möglichkeit eines freiwilligen Delisting (*Voluntary Delisting*) ein.²⁴⁸ In Folge wurden durch die *Securities and Exchange Commission* (SEC)²⁴⁹ umfassende Regelungen zum Schutz der Anleger entwickelt, welche in der Rechtsprechung ihre Unterstützung und Bestätigung fanden. Ab 1964 kam es zu einer Erweiterung des Kapitalmarktschutzes für Anleger und der Entwicklung der NASDAQ²⁵⁰, womit die Bedeutung des Anlegerschutzes im Rahmen des *Voluntary Delisting* wieder weitgehend reduziert wurde²⁵¹.

In den 1980er Jahren stieg die Anzahl der Börsenrückzüge in den USA deutlich. Unternehmen standen neue Finanzierungsmethoden bzw -instrumente (zB Leve-

²⁴⁷ Richard/Weinheimer, Handbuch Going Private 24 mit Verweis auf Borden, Going Private, Loseblattsammlung 1982, Release 6.

²⁴⁸ Vgl www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf (23.07.2009).

²⁴⁹ US-amerikanische Bundesbehörde zur Überwachung des Börsehandels (siehe auch: <http://www.sec.gov/>, 23.07.2009).

²⁵⁰ *National Association of Securities Dealers Automated Quotationssystem*; rechtstechnisch ist die NASDAQ keine *exchange* (Börse), sondern ein sonstiger Wertpapiermarkt gem Sec 19 SEA 1934.

²⁵¹ Heine, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting 2, 15f.

arged-Buy-Out) zur Verfügung, wodurch die Anzahl der Übernahmen und Unternehmensumstrukturierungen stieg.²⁵²

„(...) pure going private transactions, in which incumbent management seeks complete equity ownership of the surviving corporation (...) effected through merger, asset sale, tender offer, reverse stock split or some combination thereof“ und „(...) leveraged buyouts, in which management proposes to share equity ownership in the subsequent private firm with third-party investors (...) typically structured as either merger or asset deals.“²⁵³

Grds muss man in den USA zwischen Börsen und sonstigen Wertpapierquotierungssystemen, und insofern auch zwischen verschiedenen Arten des Delisting unterscheiden.²⁵⁴ Ist eine Gesellschaft börsennotiert, kommt ein Zwangsdelisting in Betracht, wenn die Listingbedingungen von der Gesellschaft nicht mehr erfüllt werden. Demgegenüber stellt das *Voluntary Delisting* einen freiwilligen Börsenrückzug auf Antrag der Gesellschaft dar. Wenn eine Gesellschaft in den US offiziell börse- und NASDAQ-delistet wird, verbleiben zwei Möglichkeiten für den Handel ihrer Wertpapiere:

- *Over the Counter Bulletin Board* (OTCBB)²⁵⁵, ein elektronisches Service zum Handel, das von der NASDAQ überwacht wird²⁵⁶ oder
- *Pink Sheets*,²⁵⁷ welches als „quotation service“ risikoreicher und spekulativer als OTCBB ist und keine Registrierung der Gesellschaft bei der SEC erfordert.²⁵⁸

²⁵² Siemens, Going Private unter Beteiligung von Finanzinvestoren in Deutschland 20, spricht in diesem Zusammenhang von einer *Buyout*-Welle der 80er Jahre, durch welche es zu einer häufigen Anwendung des Going Private-Mechanismus kam.

²⁵³ DeAngelo/DeAngelo/Rice, Journal of Law & Economics XXVIII, 370.

²⁵⁴ Zum vollständigen Going Private siehe <http://www.sec.gov/answers/gopriv.htm> der *US Securities and Exchange Commission* (23.06.2009).

²⁵⁵ Vgl <http://www.otcbb.com> (23.06.2009); <http://www.sec.gov/answers/otcbb.htm> (23.06.2009).

²⁵⁶ *Over the Counter*-Märkte (OTC) für Wertpapiere (NASDAQ).

²⁵⁷ Vgl <http://www.pinksheets.com> (23.06.2009); <http://www.sec.gov/answers/pink.htm> (23.06.2009).

Da jedoch auch für einen Handel an der NASDAQ eine Registrierung erforderlich ist, wird auch begrifflich auch hier delistet. Für die Beurteilung eines Delisting sind der SEA 1934, die Ausführungsbestimmungen der SEC und die Börsegesetze sowie gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen der einzelnen Bundesstaaten heranzuziehen.

1.1 Voluntary Delisting

Voluntary Delisting, auch *Withdrawal of Shares* genannt, stellt ein willentliches Ausscheiden einer *Corporation*²⁵⁹ aus dem Handel aller SEC-registrierten nationalen Börsen dar; es wird durch den SEA 1934, mit welchem die Möglichkeit des *Voluntary Delisting* erstmals geschaffen wurde, die von der SEC oder Kommission erlassenen *SEC-Rules* und die *Stock Exchange Rules* der jeweiligen Börsen explizit geregelt.²⁶⁰

In Sec 12 (d) SEA 1934 (idgF) heißt es:

„A Security registered with a national securities exchange may be withdrawn or stricken from a listing and registration in accordance with the rules and the exchange and, upon such terms as the Commission (Anm: ”SEC”) may deem necessary to impose for the protection of investors, upon application by the issuer of the exchange to the Commission.”

Die Ausgestaltung der Anforderungen eines Delisting im Einzelnen wird durch die SEC und die Börsen festgelegt. Hinzu kommen die *Precedents* des *Common Law*.²⁶¹

Durch einen Antrag einer *Corporation* auf Durchführung eines *Voluntary Delisting* bei der SEC kommt es zur Börsenentlassung und dem Entfallen der Re-

²⁵⁸ Investopia, The Dirt On Delisting 2 (<http://www.investopedia.com/articles/02/032002.asp>, 23.06.2009).

²⁵⁹ Die US-*Corporation* entspricht in etwa der österreichischen AG.

²⁶⁰ Heine, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting 274ff; Von Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland 436.

²⁶¹ Precedent Law, nach welchem die Entscheidungen der Gerichte Präcedenzwirkung entfalten.

gistrierung gem Sec 12 (d) SEA 1934 (Beendigung der Börsennotierung).²⁶² Voraussetzung hierfür ist die Einhaltung der einschlägigen Bestimmungen, die Benennung der Gründe für das Delisting und die Billigung der SEC. Liegen alle Voraussetzungen vor, führt die jeweilige Börse das Delisting durch.²⁶³ Sec 12 (d) SEA 1934 verweist auf die Vorgaben und Voraussetzungen für ein Delisting der jeweiligen Börsen und die von diesen festgelegten Bedingungen für einen Antrag bei der SEC.

Dem Antrag bei der SEC-Kommission als formaler Einleitung des Verfahrens folgt die Veröffentlichung des Antrags im *Federal Register*; nach einer möglichen öffentlichen Anhörung wird in Folge auf der Grundlage der vorliegenden Informationen und bei Vorliegen der Voraussetzungen dem Antrag durch die Kommission (allenfalls unter Setzung von Auflagen) stattgegeben.²⁶⁴ Anlegerschutzbedingungen werden den Emittenten von der Kommission praktisch nie auferlegt, Aktionärsschutz ist bei einer Reduktion der Aktionäre <300 in Form von gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen vorgesehen.²⁶⁵

1.2 Marktentlassung²⁶⁶

Selbst wenn die *Corporation* nicht mehr an einer SEC-registrierten Börse notiert ist, ist sie unter gewissen Umständen (Aktiva, die in Summe \$ 1 Mio übersteigen, Kapital von mindestens 750 Aktionären gehalten²⁶⁷) SEC-registrierungspflichtig

²⁶² Heine, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting 277f.

²⁶³ Zur Begrifflichkeit: Während die jeweiligen Börseunternehmen das (Voluntary) Delisting (bei Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen und der Billigung durch die SEC) vornehmen, ist die SEC autorisiert, „to suspend the trading in a company's securities“ und „to deregister a company's securities“ (Sec 12 [j] SEA 1934).

²⁶⁴ Die durch Ermächtigung des Sec 12 (d) SEA 1934 durch die SEC erlassene Rule 12d-2 legt fest, dass ein Delisting bei der SEC antragsbedürftig ist; Krolop, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting) 71.

²⁶⁵ Von Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland 437. *Securities and Exchange Commission*, Release No. 34-52029; File No. S7-25-04, FN 12 (<http://www.sec.gov/rules/final/34-52029.pdf>, 23.06.2009).

²⁶⁶ Heine, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting 278ff.

²⁶⁷ Vgl Sec 12 (g)(1): „(...) on which the issuer has total assets exceeding \$ 1.000,000 and a class of equity security held of record by seven hundred and fifty or more persons.“

gem Sec 12 (g) SEA 1934²⁶⁸ und damit einem kapitalmarktrechtlichen Pflichten-katalog unterworfen.

Die Registrierung nach Sec 12 (g) SEA 1934 erfolgt automatisch nach einem *Voluntary Delisting*, ein eigenes Registrierungsverfahren unterbleibt. Dies gilt insb für solche Gesellschaften, welche danach im automatischen Quotierungssystem der NASDAQ gehandelt werden. Die Quotierung einer Gesellschaft setzt die Registrierung nach Sec 12 (g) SEA 1934 voraus.

Die Notierungsbeendigung beendet somit nicht die von der *Corporation* zu erfüllenden Pflichtenkataloge (vgl zB die Berichtspflichten nach Sec 12 [a] SEA 1934: Jahres-, Halbjahres- und Quartalspflichten), insb auch nicht diejenigen des SOA. Eine solche ist nur durch den Entfall der Registrierung auch nach Sec 12 (g) SEA 1934 zu erreichen, wenn sich bspw die Anzahl der Aktionäre auf <300 verringert oder wenn gewisse Merkmale der Gesellschaft auf ihre geringe Bedeutung im Kapitalmarkt aufmerksam machen, wobei sich die Gesellschaft dabei faktisch zu einer *Closely Held Corporation* wandelt (Schwellenwerte hinsichtlich Streubesitz und Bilanz).²⁶⁹

Erst dann wird die Gesellschaft über Antrag bei der SEC gänzlich aus dem Markt und dem Anwendungsbereich des SEA 1934 samt dessen Pflichtenkatalog für registrierte Gesellschaften entlassen.

Für ausländische Gesellschaften kann dies im Einzelfall ein Problem darstellen, da sie trotz erfolgreichen Rückzugs von der Börse unabhängig von ihrem Willen weiterhin den weitreichenden Vorgaben des SOA unterstellt sind – so lange, sich die Anzahl der US-Anteilsinhaber entsprechend den Vorgaben des Sec (g) SEA 1934 noch in einer Bandbreite >300 bewegt.

²⁶⁸ Einführung der Registrierungspflicht einer Corporation gem Sec 12 (g) SEA 1934 im Jahre 1964.

²⁶⁹ Ein Voluntary Delisting im Rechtssinne des Sec 12 (d) SEA 1934 von der NASDAQ ist dementsprechend nicht möglich.

1.3 Anleger-, Minderheitenschutz und Voraussetzungen des Voluntary Delisting

Der Schutz der Anleger beim Delisting iSd Börsenotierung ohne umfassende Registrierung (bei der SEC) ist nach einer US-amerikanischen Liberalisierung der Voraussetzungen zu den europäischen Bestimmungen vergleichsweise gering ausgestaltet. So ist insb keine Art von Hauptversammlungsbeschluss der rückzugswilligen Gesellschaft (mehr) erforderlich.²⁷⁰

Als Voraussetzungen des Delisting konstituierte zum Beispiel die *New York Stock Exchange* (NYSE) in ihren *Stock Exchange Rules* bis vor kurzem das Erfordernis der Zustimmung der Aktionäre im Rahmen einer Zweidrittelmehrheit des außen stehenden Aktienkapitals, dem wiederum nicht mehr als 10% der Anteilseigner widersprechen durften (Rule 500).²⁷¹

Aus Gründen der Effizienz und Innovation, zur Ermöglichung des Wachstums des Kapitalmarkts und zum Abbau von Wettbewerbsbeschränkungen wurden die für ein *Voluntary Delisting* erforderlichen Voraussetzungen liberalisiert.²⁷² Der Nachweis der Zustimmung des Vorstands, eventuell des Prüfungsausschusses (*Audit Committee*) und die Bezeichnung der zu delistenden Wertpapiere wird mittlerweile als ausreichend erachtet, da die für einen Aktionär mit einem *Voluntary Delisting* verbundenen Nachteile durch das anschließende Einbeziehen der Gesellschaft in das Quotierungssystem der NASDAQ – und damit in ein den nationalen Börsen als nahezu gleichwertig anzusehendes System – samt den die Gesellschaft treffenden Pflichten kompensiert werden.

²⁷⁰ Krolop, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting) 71.

²⁷¹ Vgl Release No 34-48435; File No Sr-NYSE-2003-23 vom 03.09.2003, mit welcher die Genehmigung der Streichung der Rule 500 durch die SEC genehmigt wurde, <http://www.sec.gov/rules/sro/nyse/34-48435.pdf> (23.06.2009).

²⁷² „Aufgrund der Marktaustrittsschranken wurde den Unternehmen der Wechsel von der NYSE an die konkurrierenden Märkte unverhältnismäßig erschwert“, so Krolop, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting) 73 mit Verweis auf die Pressemitteilung der NYSE vom 09.11.1999 (abrufbar unter NYSE.com, wonach von 1944-1999 nur ein Unternehmen ein Delisting nach Rule 500 beantragt hat; Heine, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting 282f.

Durch die SEC-Registrierungspflicht gem Sec 12 (g) SEA 1934 bleibt die Gesellschaft nach Börsenotierungsbeendigung weiterhin einem kapitalmarktrechtlichen Pflichtenkatalog unterworfen. Der Grund für die liberale Regelung liegt somit nicht in einem US-rechtlichen Regelungsdefizit, sondern in den nach dem Börse(n)rückzug weiterhin aufrecht bestehenden kapitalmarktrechtlichen Publizitäts- und Anlegerschutzbestimmungen der SEC-Registrierung und den damit zusammenhängenden praktischen Gegebenheiten der OTC-Märkte.²⁷³

Hinzu kommt der formelle Anlegerschutz durch das vorgegebene Verfahren beim *Voluntary Delisting*: Antrag, frühzeitige Antragsveröffentlichung und öffentliches Anhörungsverfahren. Die im SEA 1934, den *SEC-Rules* und Börsenordnungen zum *Voluntary Delisting* vorhandenen Regelungen ermöglichen hierdurch einen umfassenden und effektiven Anlegerschutz. Darüber hinaus kommt ein Blick auf den Minderheitenschutz in Betracht, welcher demgegenüber jedoch als vernachlässigbar angesehen werden kann.²⁷⁴

1.4 Delisting aufgrund der Verletzung von Continued Listing Requirements

In den USA konstituiert nicht etwa die SEC die Voraussetzungen für Listing und Delisting.²⁷⁵ Die großen Märkte wie NYSE²⁷⁶ und NASDAQ²⁷⁷ legen ihre eigenen Kriterien für die erstmalige Zulassung und den Handel als *listing standards*²⁷⁸ selbst fest. Darunter fallen etwa die Bedingungen seitens der Gesellschaft, eine bestimmte Mindestanzahl an Aktionären, einen Mindestpreis für die Aktien bzw einen Mindestmarktwert zu erfüllen.

²⁷³ Krolow, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting) 72f.

²⁷⁴ Heine, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting 362.

²⁷⁵ Vgl <http://www.sec.gov/answers/listing.htm> (23.06.2009).

²⁷⁶ Die NYSE ist eine der größten Börsen in den USA; daneben gibt es folgende weitere Börsen: *American Stock Exchange, Boston Stock Exchange, Chicago Stock Exchange, Cincinnati Stock Exchange, Intermountain Stock Exchange, Midwest Stock Exchange, Pacific Stock Exchange, Philadelphia Stock Exchange* und *Spokane Stock Exchange*.

²⁷⁷ Im Unterschied zu den SEC-registrierten nationalen Börsen ist die NASDAQ keine Börse, obwohl sie die Funktion einer Börse erfüllt. Sie wird als „Quotierungssystem“ bezeichnet.

²⁷⁸ *Investopia*, The Dirt On Delisting 2 (<http://www.investopedia.com/articles/02/032002.asp>, 23.06.2009).

Für ein Listing an der NASDAQ hat die Gesellschaft ua die Kriterien von mindestens \$1,1 Mio *publicly held shares* mit einem Volumen von mindestens \$ 8 Mio und einem *minimum bid price* von \$ 5 zu erfüllen, bevor sie überhaupt zur Börse zugelassen werden kann.²⁷⁹ Zudem ist bei der Anmeldung eine Gebühr in Höhe von \$ 5,000 zu bezahlen, bevor überhaupt die Voraussetzungen geprüft werden; insgesamt wird man bei einem erfolgreichen Listing von Kosten in Höhe von ca \$ 100,000 auszugehen haben.

Die *listing standards* werden streng geprüft: Bevor nicht alle Mindestanfordernisse erfüllt sind, besteht keine Möglichkeit, zur NASDAQ zugelassen zu werden. Besonders hohe Voraussetzungen bestehen für den NYSE, die *American Stock Exchange* (AMEX) und andere reputierte Börsen.²⁸⁰

Für den Fall, dass bereits gelistete Gesellschaften den festgelegten Bedingungen der Börse nicht entsprechen, kann es in Folge zu einem Delisting kommen, wobei die kontinuierlich zu erfüllenden Standards (*continued listing requirements*) des Handels weniger streng sind als die Voraussetzungen bei der erstmaligen Zulassung zur Börse (*initial listing requirements*).²⁸¹

Der *ongoing standard* erfordert bei der NASDAQ etwa aufrechte 750,000 *public shares* mit einem Gesamtvolumen von mindestens \$ 5 Mio. Darüber hinaus sind jährliche Zulassungsgebühren zu bezahlen, welche sich in Höhe von \$ 20.000 bis \$ 70.000 belaufen.

An US-Märkten, die auch Aktien mit einem niedrigen Wert (etwa unter \$ 1,-) zu ihrem Handel zulassen, besteht ein höheres Marktrisiko, da eine Differenz von \$ 0,10 bereits eine Änderung von 10% ausmacht. Die *low volume penny stocks*

²⁷⁹ *Marketplace Rule 4420 (a)*.

²⁸⁰ Die größten und bedeutendsten Börsen (NYSE und AMEX sind auch bekannt als das „*Big Board*“) bilden durch ihre hohen Aufnahmekriterien und Gebühren letztlich einen exklusiven Klub, der nur die *cream of the crop*, Gesellschaften mit einem soliden Management und guten jährlichen Ergebnissen, an seinem Börsemarkt gehandelt sehen möchte, da die Reputation der Börse letztlich auf den an ihr zum Handel zugelassenen Gesellschaften beruht.

²⁸¹ *Reviews/Suspensions section* der NYSE, wo Gesellschaften, die im Begriff stehen, delisted zu werden, aufgelistet werden: <http://www.nyse.com/Frameset.html?displayPage=/press/3.html> (23.06.2009).

unterliegen in diesem Zusammenhang einer höheren Manipulationsgefahr; große Börsen und Märkte hingegen delisten Gesellschaften, welche durch Manipulation beeinflusst sein könnten oder manipulationsgeneigt sind, um ihren guten Ruf zu wahren.

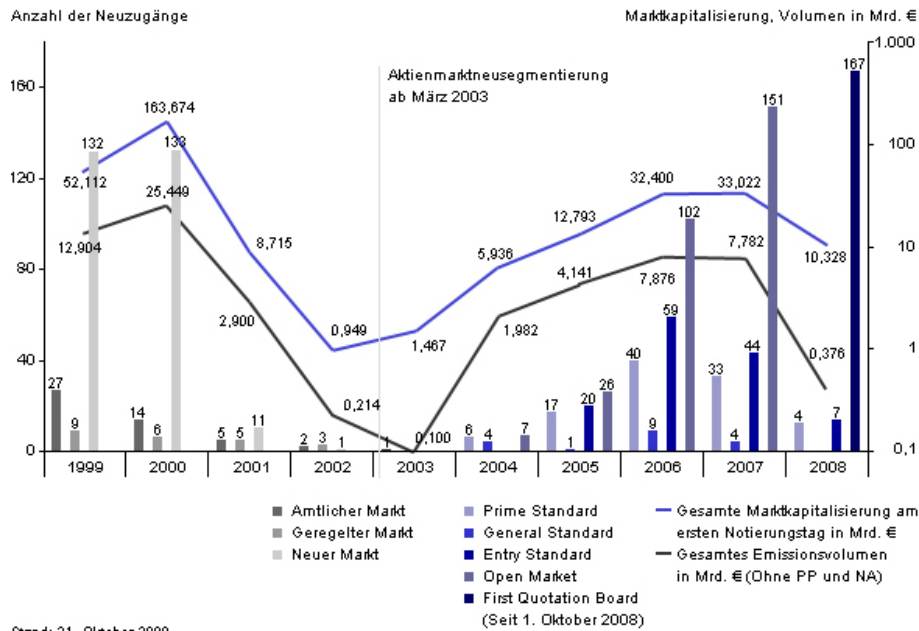
Die Regeln des Delisting beruhen auf den durch die jeweilige Börse bzw das Quotierungssystem festgelegten Bedingungen. So wird der Delisting-Prozess etwa ausgelöst, wenn eine Gesellschaft an 30 aufeinanderfolgenden Tagen unter dem Minimum des Bieterpreises (\$ 1,–) handelt. Das NASDAQ-Qualifikations-Department fordert darauf die Gesellschaft auf, den Standard binnen 90 Kalendertagen zu erhöhen. Der Mindest-Bieterpreis von \$ 1,– und die Voraussetzung des Marktwerts der Aktien von mindestens \$ 5 Mio stellen wegen Nichteinhaltung der Standards die häufigsten Gründe für ein Delisting dar. Die strengen Kriterien können mittels Ausnahmegenehmigung für kurze Zeit durchbrochen werden, wenn die Börse (bzw die NASD) dies für erforderlich erachtet und sich hierfür ausspricht.

2. Deutschland

In Deutschland – wie auch im restlichen Europa – hatte das Going Private als Antwort auf die zahlreichen Going Public-Transaktionen an Relevanz gewonnen, als vielen Unternehmen bewusst wurde, dass für sie die Form einer börsenotierten Gesellschaft nicht geschaffen war und eine Investition in ein IPO ein risikoreiches und spekulatives Investment ist.

War zuerst der mit der ständigen Zunahme der Anzahl an AG einhergehende Börsen-„Run“ in den Jahren 1998 bis 2000 als Maßnahme der Unternehmensfinanzierung und Eigenkapitalbeschaffung neu entdeckt worden, so ging der Börsen-Listing-Boom ab 2001 deutschlandweit für einige Jahre radikal zurück.²⁸²

²⁸² *SchlöBler*, Delisting auf Initiative des Emittenten 1.



Quelle der Graphik: Deutsche Börse AG²⁸³

Im Jahr 2003 fand in Deutschland seit 1968 das erste Mal kein Going Public statt.²⁸⁴

Während sich die Lage an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) in den darauffolgenden Jahren einigermaßen erholte, ist seit 2007 erneut ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen.

Primäres Going Private-Motiv waren und sind vor allem die hohen Kosten, die mit einer Börsennotierung verbunden sind, eine zu niedrige Bewertung am Kapitalmarkt und Aufwand im Rahmen der Pflege der *Investor Relations*.

Schließlich gewann der Börsenrückzug auch durch die zunehmenden Aktivitäten der *Private Equity*-Gesellschaften an Bedeutung, die aus ihrer Sicht unterbewertete Unternehmen möglichst billig durch Gesellschaftsanteilkauf über die Börse

²⁸³ Bei der Darstellung handelt es sich um eine Graphik der Deutsche Börse AG, veröffentlicht in dem Bericht „Going Public, Ein Listing an der FWB Frankfurter Wertpapierbörse: Die erste Wahl für Unternehmen“ unter http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing/20_Going_Public (29.6.2009). An der Graphik besteht urheberrechtlicher Schutz der Deutsche Börse AG.

²⁸⁴ Franke, Börse: Zwischen Delisting und neuer Hoffnung, Die Bank, 2004.

erwerben – mit dem Ziel, diese nach dem Rückzug von der Börse zu zerschlagen oder umzustrukturieren.²⁸⁵

1994 beantragte die BASF-AG bei einigen deutschen Regionalbörsen den Widerruf der Zulassung und erklärte, sich mit Verzicht auf die Zulassung ihrer Aktien zum Handel und Verzicht auf die Notierung im amtlichen Markt auf den Börsenhandel an der FWB konzentrieren zu wollen.²⁸⁶ Dies war der erste öffentlich bekannt gewordene Versuch eines AG-Rückzugs von Börsen in Deutschland – und insofern von nicht geringer Bedeutung, als die BASF zu den in die 30 des Deutschen Aktienindexes einfließenden Werten gehörte.²⁸⁷

Der versuchte Börsenrückzug blieb ohne Erfolg, der Antrag wurde von der BASF wieder zurückgezogen; der Versuch regte jedoch eine Diskussion über die rechtlichen Möglichkeiten und Rahmenbedingungen des Listing und Delisting an, die 1998 durch Inkrafttreten des Dritten Finanzförderungsgesetzes²⁸⁸ in eine Regelung durch den deutschen Gesetzgeber mündete: Die Einführung des Börsenaustritts führte zu einer Neufassung des Börsegesetzes.

Durch das Einfügen einer neuen Bestimmung – nunmehr § 39 Abs 2 BörsG – wurde die Möglichkeit des freiwilligen Börsenrückzugs auf Antrag des Emittenten geschaffen. § 39 regelt den amtlichen Widerruf (Abs 1) und den Widerruf auf Antrag des Emittenten (Abs 2) wie folgt:

§ 39 BörsG: Widerruf der Zulassung bei Wertpapieren:

Abs 1: Die Geschäftsführung kann die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt außer nach den Vorschriften des Verwaltungsverfahrensgesetzes widerrufen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist und die

²⁸⁵ Schlößler, Delisting auf Initiative des Emittenten 16f.

²⁸⁶ Nicht betroffen waren die vielen BASF-Zulassungen im Ausland, zB Wien, Zürich, London, Brüssel, Paris und Tokio.

²⁸⁷ Heine, Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting 17.

²⁸⁸ Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 24.03.1998, in Kraft: 01.04.1998.

Geschäftsführung die Notierung im regulierten Markt eingestellt hat oder der Emittent seine Pflichten aus der Zulassung auch nach einer angemessenen Frist nicht erfüllt.

Abs 2: Die Geschäftsführung kann die Zulassung im Sinne des Absatzes 1 auch auf Antrag des Emittenten widerrufen. Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen. Die Geschäftsführung hat einen solchen Widerruf unverzüglich im Internet zu veröffentlichen. Der Zeitraum zwischen der Veröffentlichung und der Wirksamkeit des Widerrufs darf zwei Jahre nicht überschreiten. Nähere Bestimmungen über den Widerruf sind in der Börsenordnung zu treffen.

Die Zahl der Delisting steigt seitdem zunehmend an: 2000 waren es in ganz Deutschland insgesamt 17 Gesellschaften, zwischen Juni 2002 und April 2003 alleine an der FWB 57.²⁸⁹ Auch die im Zuge des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) eingeführte *Squeeze-out*-Regelung hat den Börsenrückzug seit 2002 zunehmend forciert.²⁹⁰

Über das „Können“ gehen jedoch auch noch andere, zum Teil sogar vorgelagerte Fragen des „Wie“ hinaus, die bis jetzt nicht restlos geklärt sind. So zum Beispiel die Frage, wer grds überhaupt zur Antragstellung eines Delisting befugt ist, wer dieser Entscheidung zustimmen muss und dann – bzw falls – in welcher Mehrheit dies zu erfolgen hat.

Die Rechte der Minderheitsgesellschafter sind in diesem Konnex rechtlich besonders brisant, jedoch legislativ (noch) nicht definitiv festgelegt. In Deutschland lässt auch der vollständige Börsenaustritt den Pflichtenkatalog der Gesellschaft,

²⁸⁹ In ganz Europa im Jahr 2000 vergleichsweise 67, im Jahr zuvor nur die Hälfte; dazu *Schlößler*, Delisting auf Initiative des Emittenten 2 mwN und *Krolow*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt 8.

²⁹⁰ *Kruse*, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften 16.

welchen diese während aufrechter Zulassung zu erfüllen hat (zB die Publizitätspflichten einer AG nach dem WpHG) unmittelbar entfallen.²⁹¹

Besondere Beachtung im Hinblick auf die rechtlichen Rahmenbedingungen eines Delisting ist hierbei der Entscheidung des BGH zum Börsenrückzug der *Macrotron AG*, die als eine der ersten börsennotierten Gesellschaften die 1998 neu geschaffene Möglichkeit des Börsenrückzugs in Anspruch nahm, zu schenken: Am 04.11.1999 lehnte das Landesgericht München in der Sache *Ingram Macrotron AG* eine Anfechtungsklage der Minderheitsaktionäre gegen einen Hauptversammlungsbeschluss über ein Delisting ab.

Der Sachverhalt gelangte über das Bayrische Oberlandesgericht schließlich zum Bundesgerichtshof, welcher in seiner Entscheidung *Macrotron* vom 25.11.2002²⁹² grundlegend zu den Rechtsfragen eines regulären Delisting einer zur amtlichen Notierung an der Frankfurter und Bayrischen Börse zugelassenen AG Stellung nahm.

3. EU-Vorgaben

Nach Art 18 Wertpapierzulassungs-RL (Abschnitt 4: „Aussetzung und Einstellung“) können die hierfür zuständigen Stellen die Aussetzung der Kursnotiz eines Wertpapiers aussprechen, wenn der ordnungsgemäße Ablauf des Marktes zeitweilig nicht gewährleistet ist oder nicht gewährleistet zu sein droht oder wenn der Anlegerschutz dies erfordert (Abs 1).²⁹³

Des Weiteren können die zuständigen Stellen die Einstellung der amtlichen Notierung eines Wertpapiers beschließen, wenn sie überzeugt sind, dass der nor-

²⁹¹ Im Unterschied zur *US-Corporation*, welche als *Public Held Corporation* durch den Börsenaustritt nicht von ihren (Publizitäts- ua) Pflichten befreit wird. Die kapitalmarktrechtlichen Pflichten entfallen nach US-Recht erst dann, wenn sich der Typus der *Corporation* tatsächlich in den einer privaten AG gewandelt hat.

²⁹² II ZR 133/01 BB 2003, 806.

²⁹³ Richtlinie 2001/34/EG vom 28.05.2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen (geändert durch RL 2003/71/EG, RL 2004/109/EG, RL 2005/1/EG); *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht 635f.

male und geregelte Markt für dieses Wertpapier aufgrund besonderer Umstände nicht mehr aufrechterhalten werden kann (Abs 2).

Art 17 Wertpapierzulassungs-RL konstituiert die Zulässigkeit darüber hinausgehender sonstiger Maßnahmen und die Veröffentlichung dieser Tatsachen durch die zuständige Stelle für den Fall, dass der Emittent den ihm aus der Zulassung erwachsenden Pflichten nicht nachkommt. Die RL gibt hierdurch rudimentäre Bestimmungen für die Zulassungsbeendigung durch die Aufsichtsstellen vor.

Regelungen über einen Widerruf infolge unmittelbar darauf gerichteten Antrags der Gesellschaft (freiwilliges Delisting) auf europarechtlicher Ebene fehlen in der Wertpapierzulassungs-RL ebenso wie Bestimmungen zum Schutz der Minderheitsgesellschafter.

Kapitel 8

Zusammenfassung und rechtspolitischer Ausblick

Ein Delisting kommt für den Emittenten börsennotierter Aktien aus unterschiedlichen Gründen in Betracht, wobei in der Regel Wirtschaftlichkeitsüberlegungen im Vordergrund stehen, die eine Börsennotierung nicht mehr zu rechtfertigen vermögen. Aber auch gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungen wie die Verschmelzung einer Aktiengesellschaft auf eine nicht-notierungsfähige GmbH können eine Beendigung der Zulassung zum Börsemarkt notwendig machen. Umgekehrt kann auch die Börse die Zulassung zum Handel von Amts wegen widerrufen, wenn der Emittent nachhaltig gegen Zulassungsvoraussetzungen verstößt. All diese Vorgänge werden unter dem Begriff Delisting zusammengefasst.

Während das Delisting von Amts wegen in Österreich im BörseG Eingang gefunden hat, hat es der Gesetzgeber bisher verabsäumt, den freiwilligen Rückzug des Emittenten von der Börse mit den damit verbundenen verwaltungs-, gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Fragen einer umfassenden Regelung zuzuführen.

Nach wie vor (wie auch in Deutschland bis zum Dritten Finanzförderungsgesetz im Jahr 1998) völlig ungeklärt ist, ob und wie eine börsennotierte AG durch unmittelbar darauf gerichteten Akt die Zulassung ihrer Aktien zum Börsehandel der Wiener Börse rückgängig machen kann.

Aufgrund der Rechtsansicht der Wiener Börse, ein freiwilliges Delisting auch mittels Analogie nicht zuzulassen, herrscht Rechtsunsicherheit bei den Emittenten. Es besteht verständlicherweise allgemeine Zurückhaltung, sich rechtlich an ein freiwilliges Delisting von der Wiener Börse heranzuwagen.

Für Emittenten mit Notierung im Amtlichen Handel der Wiener Börse besteht derzeit praktisch nur die Möglichkeit, ein Delisting über gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungen herbeizuführen.

Als Alternative kommt nur die Provokation eines Zwangsdelisting aufgrund eines Verstoßes gegen rechtliche Zulassungsvoraussetzungen in Betracht. Diese ist

aufgrund der Konventionalstrafen und unter Imageaspekten erwartungsgemäß nicht sehr begehrt.

Nicht ausgeschlossen ist daher, dass sich das Fehlen von eindeutigen abschließenden Regelungen für einen Börserückzug als Marktzutrittsschranke für potentielle Emittenten (vor allem aus dem Ausland) auswirkt und die Attraktivität des ohnedies kleinen Börsemarkts Österreich schwächt: Ist schließlich der Aktienmarkt der Wiener Börse auf weiter Flur der Einzige, der ein freiwilliges Delisting nicht zulässt. Schon allein wegen der ökonomischen Bedeutung für den Börsemarkt wäre daher eine klare positiv-rechtliche Regelung gefordert.

Aber auch von Seiten der Anleger bzw Minderheitsaktionäre besteht Rechtsunsicherheit hinsichtlich ihrer Ansprüche, Rechte und Sicherheiten. Aus den Schlüssen der deutschen und österreichischen Literatur, dass selbst bei einer erforderlichen Zustimmung der Hauptversammlung ein ausreichender Minderheitenschutz nicht gewährleistet ist, muss die Folgerung gezogen werden, dass dieser Schutz auch ein ausdrückliches Austritts- bzw Abfindungsrecht verlangt. Es muss daher sichergestellt werden, dass die Aktionäre eine Möglichkeit haben, ihre Anteile zu angemessenen Bedingungen zu veräußern. Dabei ist auch eine Überprüfbarkeit im Rahmen eines gerichtlichen Rechtsschutzes zu ermöglichen.

Eine abschließende Regelung durch den Gesetzgeber müsste auch das kalte Delisting – insb die Going Private-Verschmelzung auf eine nicht notierende AG – mit einbeziehen; andernfalls bliebe die beliebte Möglichkeit zur Umgehung des Börserechts im Wege einer gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierung weiterhin offen.

Zusammenfassend verlangt eine positivrechtliche Regelung einen Ausgleich zwischen der wirtschaftlichen Sicht des Unternehmens, der Funktionstüchtigkeit des Kapitalmarkts, der Rechtssicherheit und nicht zuletzt dem Minderheitenschutz der Klein- und Kleinstaktionäre.

Anlage 1

Antrag auf Zulassung zum Amtlichen Handel

Wiener Börse AG
Abteilung Listing and Surveillance
Wallnerstraße 8
1010 Wien

Wien, am ... (*Datum*)

Zulassungsantrag²⁹⁴

Sehr geehrte Damen und Herren!

Wir stellen den

ANTRAG,

die Wiener Börse AG möge die nachstehend angeführten Wertpapiere, ausgegeben von der ... (*Firmenwortlaut und Anschrift*), eingetragen unter FN ... im Firmenbuch beim ... (*Gericht*), zum Amtlichen Handel an der Wiener Börse zulassen:

I.

Nominale EUR ...

bereits bestehende, auf den Inhaber lautende, stimmberechtigte, nennbetragslose Stückaktien, eingeteilt in ... Stück, der ... (*Firmenwortlaut*) und

II.

bis zu Nominale EUR ...

neue, auf den Inhaber lautende, stimmberechtigte, nennbetragslose Stückaktien, eingeteilt in bis zu ... Stück, aus einer Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital, welche voraussichtlich im Jänner 2007 unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre beschlossen wird, der ... (*Firmenwortlaut*).

²⁹⁴ Der nachstehende Mustertext wurde von der Wiener Börse zur Verfügung gestellt. Es besteht urheberrechtlicher Schutz der Wiener Börse AG.

Es werden (i) bis zu ... Stück neue Aktien, die anlässlich einer Erhöhung des Grundkapitals der Gesellschaft unter Ausnützung des genehmigten Kapitals von derzeit EUR ... um bis zu EUR ... auf bis zu EUR ... ausgegeben werden, (ii) bis zu ... Stück bestehende Aktien aus dem Eigentum der bisherigen Alleinaktionärin, der ... (*Namen und Ort*), und (iii) bis zu ... Stück bestehende Aktien zur Bedienung der Mehrzuteilungsoption zur Platzierung im Rahmen des Börsenganges [sowie (iv) bis zu • Stück bestehende Aktien zur Bedienung eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms] ausgegeben. Das Bezugsrecht ist hinsichtlich der Kapitalerhöhung ausgeschlossen. Der Vorstand wurde zudem ermächtigt, im Anlassfall die Ausgabebedingungen, insbesondere die Anzahl der Aktien und den Ausgabekurs im Einvernehmen mit dem Aufsichtsrat festzulegen. Die Kapitalerhöhung wird voraussichtlich am oder um den ... (*Datum*) im Firmenbuch beim ... (*Gericht*) eingetragen.

Die Details der Kapitalstruktur und des öffentlichen Angebots stellen sich wie folgt dar:

Stückelung: I. ... Stück nennbetragslose Stammaktien,
II. bis zu ... Stück nennbetragslose Stammaktien.

Dividendenberechtigung: einheitlich ab 1. Jänner 2007

ISIN-Code: •

Verbriefung: In einer oder mehreren Zwischensammelurkunden, die bei der Oesterreichischen Kontrollbank AG ("OeKB") hinterlegt werden.

Gewünschte Notierung: im Amtlichen Handel (Segment Prime Market)
ab ... (*Datum*)

Angebotsfrist: ... (*Anfangs- und Enddatum*) (vorzeitige Schließung möglich)

Angebotsvolumen: bis zu ... neue Aktien, bis zu ... bestehende Aktien sowie bis zu ... bestehende Aktien nach Maßgabe der Ausübung der Mehrzuteilungsoption[; weitere bis zu • bestehende Aktien zur Bedienung eines Mitarbeiterbeteiligungsprogrammes sollen im Laufe des Februar 2008 berechtigten Mitarbeitern angeboten werden]

Valutatag: voraussichtlich ... (*Datum*)

Emissionsbankenkonsortium: ... (*Firmenwortlaut jeder einzelnen Emissionsbank*)

Der Prospekt wurde heute von der FMA gebilligt und wird heute bei der Oesterreichischen Kontrollbank AG als Meldestelle hinterlegt werden.

Mit freundlichen Grüßen

... (*Firmenwortlaut des Emittenten*)

... (*Firmenwortlaut des mitunterfertigenden
Börsemitglieds*)

Anlagen:

1. 2 Originale und 4 Kopien des Prospektes
2. Firmenbuchauszug der ... (*Firmenwortlaut des Emittenten*)
3. Satzung der ... (*Firmenwortlaut des Emittenten*)
4. Jahresabschluss mit Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers zum 31.12.200x, zum 31.12.200x und zum 31.12.200x
5. Billigungsbescheid der FMA (wird nachgereicht)
6. unternehmensinterne Compliance-Richtlinie
7. Vereinbarung Prime Market (2 Originale)

Anlage 2

Vertrag Teilnahme mid market

VERTRAG²⁹⁵

abgeschlossen zwischen der

Wiener Börse AG
Wallnerstraße 8
A-1014 Wien

(in der Folge kurz „WBAG“ genannt)

(in der Folge kurz „Emittent“ genannt)

PRÄAMBEL

Die WBAG leitet und verwaltet aufgrund der ihr mit Bescheid des Bundesministers für Finanzen im Einvernehmen mit dem Bundesminister für wirtschaftliche Angelegenheiten vom 3. April 1998 erteilten Konzession die Wiener Börse als Wertpapier- und allgemeine Warenbörse. Die Konzession gilt als Konzession zum Betrieb geregelter Märkte.

Die Wiener Börse AG als Börseunternehmen und Betreiber von geregelten Märkten ist weiters berechtigt, auf Grundlage der Bestimmungen des § 96 Z 19 und Z 21 Börsegesetz den Dritten Markt als Multilaterales Handelssystem („MTF“) auf Grundlage der „Bedingungen für den Betrieb des Dritten Marktes“ zu betreiben.

Die WBAG hat - um kleineren Unternehmen mit geringem Kapitalbedarf die Möglichkeit zu bieten, zu attraktiven Bedingungen und mit hoher Visibilität Eigenkapital über die von der Wiener Börse AG betriebenen Märkte zu generieren - den „mid market“ (das Marktsegment „mid market“) geschaffen, in dem ab XX. Juni 2007 Aktien von Emittenten dieser Zielgruppe zusammengefasst sind. Die Emittenten verpflichten sich über die für den Amtlichen Handel und den Regierten Freiverkehr geltenden Anforderungen des Börsegesetzes 1989, BGBl. Nr. 555, idgF, sowie über die in den „Bedingungen für den Betrieb des Dritten Marktes“ geltenden Anforderungen hinaus zur Einhaltung zusätzlicher Qualitätskriterien.

²⁹⁵ Der nachstehende Mustertext wurde von der Wiener Börse zur Verfügung gestellt. Es besteht urheberrechtlicher Schutz der Wiener Börse AG.

Die Aktien des Emittenten sind/werden an der Wiener Börse als Wertpapierbörse an einem geregelten Markt (Amtlicher Handel oder Geregelter Freiverkehr) zum Handel zugelassen bzw. sind/werden in den von der Wiener Börse AG als Börseunternehmen betriebenen Dritten Markt als MTF einbezogen. Der Emittent wünscht, dass seine Aktien in den „mid market“ eingeführt werden.

Die WBAG und der Emittent schließen daher nachstehenden

I.

Die Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten, unter deren Erfüllung bzw. Einhaltung Aktien von der WBAG in den mid market eingeführt werden und in der Folge an diesem teilnehmen, sind in dem als Beilage ./1 angeschlossenen Regelwerk mid market zusammengefasst. Die Beilage ./1 in der jeweils gültigen Fassung bildet einen integrierenden Bestandteil dieses Vertrages.

Der Emittent nimmt das Regelwerk mid market Beilage ./1 zustimmend zur Kenntnis und verpflichtet sich zur Einhaltung der im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung angeführten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten während der Dauer des aufrechten Bestandes dieses Vertrages.

Die Teilnahme am mid market lässt die öffentlichrechtlichen Rechte und Pflichten, die dem Emittenten aus der Zulassung der Aktien zum geregelten Markt unberührt. Ebenso unberührt bleiben die Rechte und Pflichten, die dem Emittenten aus der Einbeziehung der Aktien in den Dritten Markt als MTF auf Grund der „Bedingungen für den Betrieb des Dritten Marktes“ entstehen.

Der Emittent nimmt zustimmend zur Kenntnis, dass die WBAG berechtigt ist, die im Regelwerk mid market festgelegten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten für die Einführung der Aktien in den mid market und die nachfolgende Teilnahme der Aktien an diesem einseitig abzuändern, um diese an die internationalen Entwicklungen und Anforderungen an innovative, transparente Kapitalmärkte und an die besonderen Bedürfnisse des heimischen Kapitalmarktes unter besonderer Berücksichtigung des Informations- und Schutzbedürfnisses des anlagensuchenden Publikums anzupassen.

Der Emittent ist im Falle der Änderung der im Regelwerk mid market festgelegten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten seitens der WBAG zur Einhaltung der in der jeweils gültigen Fassung des Regelwerks mid market enthaltenen Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten verpflichtet.

Die WBAG sagt zu und verpflichtet sich, mögliche Änderungen des Regelwerkes mid market den Emittenten, deren Aktien im mid market enthalten sind, rechtzeitig vorweg anzukündigen und zur Kenntnis zu bringen und den Emittenten Gelegenheit zu geben, dazu Stellung zu nehmen. Die WBAG wird die in den Stel-

lungnahmen enthaltenen Vorbringen der Emittenten entsprechend würdigen und soweit möglich berücksichtigen.

Änderungen der im Regelwerk mid market festgelegten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten werden dem Emittenten schriftlich mittels eingeschriebenen Briefes bekannt gegeben. Sie gelten als genehmigt, wenn der Emittent nicht unverzüglich, spätestens innerhalb von 14 Tagen nach Bekanntgabe der Änderung schriftlich Widerspruch erhebt.

II.

Die Aktie des Emittenten muss in das Handelsverfahren betreute Auktion gemäß den „Handelsregeln für das automatisierte Handelssystem XETRA^{®296} (Exchange Electronic Trading)“ aufgenommen sein.

Für den Fall, dass die Aktien des Emittenten in den Dritten Markt als MTF einbezogen sind, darf der Emittent weder im Prospekt noch in sonstigen Informationen z.B. Marketingmitteilungen mit einer Zulassung zum Börsehandel werben, noch sonst in einer Weise auf den Handel in einem vom Börseunternehmen betriebenen MTF hinweisen, der beim Anlage suchenden Publikum den Anschein erweckt, dass die Aktien einer formellen Zulassung unterzogen wurden.

Alle Informationen einschließlich Marketingmitteilungen haben den deutlichen Hinweis zu enthalten, dass die Anforderungen des Börsengesetzes betreffend zum Handel an einem geregelten Markt zugelassene Finanzinstrumente, insbesondere die Emittentenpflichten, für im Dritten Markt als MTF gehandelte Finanzinstrumente nicht gelten.

III.

Teilnahmevoraussetzung für die Einführung der Aktien des Emittenten in den mid market ist, dass der Emittent bereits vor Einführung seiner Aktien in den mid market sowie in der Folge während der gesamten Dauer der Teilnahme der Aktien an diesem durch einen von der WBAG anerkannten Capital Market Coach betreut wird. Der Capital Market Coach hat den Emittenten im Zuge des Verfahrens zur Zulassung der Aktien an der Wiener Börse/Einbeziehung der Aktien in den Dritten Markt als MTF und der Einführung der Aktien in den mid market sowie danach während der Dauer der Teilnahme der Aktien am mid market laufend zu beraten und zu unterstützen, insbesondere was die Erfüllung der im Regelwerk mid market festgelegten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten betrifft. Idealerweise und soweit rechtlich möglich übernimmt der Capital Market Coach hinsichtlich der Aktien des Emittenten die Funktion des Betreuers in der Auktion gemäß den „Handelsregeln für das automatisierte Handelssystem XETRA[®] (Exchange Electronic Trading)“. Der Emittent hat zu diesem Zweck einen Vertrag mit einem von der WBAG anerkannten Capital Market Coach abzuschließen, der die vertraglichen Mindestin-

²⁹⁶ XETRA ist eine eingetragene Marke der Deutsche Börse AG.

halte gemäß Regelwerk mid market aufweist, in dem die Pflichten des Capital Market Coachs entsprechend dieser Bestimmung festgelegt sind. Der Abschluss und der aufrechte Bestand eines derartigen Vertrages ist der WBAG durch eine entsprechende schriftliche Erklärung des Emittenten und dessen Capital Market Coaches nachzuweisen. Die Beendigung dieses Vertrages ist der WBAG umgehend zur Kenntnis zu bringen. Der Emittent ist in diesem Fall verpflichtet, umgehend einen neuen Vertrag mit einem von der WBAG anerkannten Capital Market Coach abzuschließen.

Die WBAG wird den Capital Market Coach des Emittenten dem Publikum elektronisch auf ihrer Internet-Seite oder in anderer angemessener Weise zugänglich machen und veröffentlichen. Der Emittent verpflichtet sich, – soweit rechtlich zulässig, faktisch möglich und zumutbar – dafür zu sorgen, dass der Capital Market Coach seine ausdrückliche Zustimmung zu dieser Veröffentlichung sowie seine datenschutzrechtliche und/oder nach den Regelungen über Berufsgeheimnisse sonst erforderliche Einwilligung zur Weiterleitung und/oder Veröffentlichung dieser Tatsachen sowie damit verbundener personen- und unternehmensspezifischen Daten durch die WBAG, soweit dies für die Veröffentlichung seitens der WBAG erforderlich ist, erklärt. Die Einwilligung hat in jener Form zu erfolgen, die Wirksamkeitsvoraussetzung der Einwilligungserklärung ist.

IV.

Die WBAG kann die Einführung der Aktien eines Emittenten in den mid market ablehnen, wenn

- > die Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten für den mid market nicht erfüllt sind oder nicht erfüllt werden können, oder
- > der Einführung die Interessen des mid market entgegenstehen, oder
- > die Einführung zur Schädigung bedeutender allgemeiner Interessen führen kann.

V.

Die Einhaltung der im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung festgelegten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten werden von der WBAG laufend überprüft.

Der Emittent ist verpflichtet, der WBAG auf deren Aufforderung umgehend alle zur Prüfung der Erfüllung der im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung festgelegten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten erforderlichen Unterlagen und Nachweise vorzulegen sowie die erforderlichen Auskünfte zu erteilen. Der Emittent verpflichtet sich, diese Verpflichtung – soweit rechtlich zulässig, faktisch möglich und zumutbar – auf alle Personen zu überbinden, denen im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung Verpflichtungen auferlegt werden (z.B. dem Capital Market Coach).

Im Falle von Verstößen gegen die im Regelwerk mid market festgelegten Folgepflichten seitens des Emittenten wird die WBAG den Emittenten zur Erfüllung der Folgepflicht und gegebenenfalls unter Setzung einer, der jeweiligen Schwere des Verstoßes angemessenen Nachfrist zur Her-

stellung des vertraglich vereinbarten Zustandes auffordern. Darüber hinaus hat die WBAG nach sorgfältiger Prüfung des zugrunde liegenden Sachverhaltes das Recht, diese Tatsache und die Art des Verstoßes des Emittenten dem Publikum elektronisch auf ihrer Internet-Seite oder in anderer angemessener Weise zugänglich zu machen und zu veröffentlichen. Die WBAG verpflichtet sich, dem Emittenten vor Veröffentlichung unter Bekanntgabe des Datums, des Inhalts und der Art der Veröffentlichung Gelegenheit zur Stellungnahme innerhalb von drei Werktagen mit Ausnahme von Samstagen zu geben und diese Stellungnahme ebenfalls zu veröffentlichen. Der Emittent erklärt hiermit seine ausdrückliche Zustimmung zu dieser Veröffentlichung sowie seine datenschutzrechtliche und/oder nach den Regelungen über Berufsgeheimnisse sonst erforderliche Einwilligung zur Weiterleitung und/oder Veröffentlichung dieser Tatsachen sowie damit verbundener personen- und unternehmensspezifischen Daten durch die WBAG, soweit dies für die Veröffentlichung seitens der WBAG erforderlich ist. Die Einwilligung hat in jener Form zu erfolgen, die Wirksamkeitsvoraussetzung der Einwilligungserklärung ist.

Der Emittent verpflichtet sich, über ausdrückliche schriftliche Aufforderung seitens der WBAG für jeden Fall des wiederholten Verstoßes gegen eine der im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung festgelegten Folgepflichten an die WBAG eine Konventionalstrafe in nachstehend angeführter Höhe zu bezahlen. Ein wiederholter Verstoß liegt vor, wenn der Emittent trotz Aufforderung seitens der WBAG eine Teilnahmevoraussetzung, Bedingung oder Folgepflicht nicht erfüllt bzw. nicht innerhalb der von der WBAG gesetzten angemessenen Frist den vertraglich vereinbarten Zustand herstellt.

>	beim ersten
wiederholten Verstoß eine Konventionalstrafe in der Höhe von	EUR 1.000,--;
>	beim zweiten
wiederholten Verstoß eine Konventionalstrafe in der Höhe von	EUR 5.000,--;
>	ab dem dritten
wiederholten Verstoß eine Konventionalstrafe in der Höhe von	EUR 10.000,--.

VI.

Die Einführung der Aktien in den mid market erfolgt bei Aktien, die im Zeitpunkt der Unterfertigung dieses Vertrages durch beide Vertragsparteien bereits in den Systemen des Börseunternehmens gehandelt werden, am nächsten, der Vertragsunterfertigung folgenden Verfallstag im Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten auf den Austrian Traded Index gemäß den „Bedingungen für den Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten an der Wiener Börse (Optionsbedingungen)“ und gemäß den „Kontraktsspezifikationen für Optionen und Finanzterminkontrakte auf den Austrian Traded Index“.

Werden Aktien im Zeitpunkt der Unterfertigung dieses Vertrages durch beide Vertragsparteien noch nicht in den Systemen der WBAG gehandelt, erfolgt die Einführung der Aktien in den mid market nach Zulassung der Aktien zum Handel an einem geregelten Markt bzw. nach Einbeziehung in den Dritten Markt als MTF am Tag der Aufnahme des Handels in diesen Aktien.

VII.

Dieser Vertrag tritt mit Unterfertigung durch beide Vertragsparteien in Kraft und wird auf unbestimmte Zeit abgeschlossen.

Dieser Vertrag kann von beiden Vertragsparteien durch einseitige Erklärung schriftlich mittels eingeschriebenen Briefes an die jeweils andere Vertragspartei unter Einhaltung einer dreimonatigen Frist zum Ablauf des letzten Handelstages im Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten auf den Austrian Traded Index an der Wiener Wertpapierbörse gemäß den „Bedingungen für den Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten an der Wiener Börse (Optionsbedingungen)“ und gemäß den „Kontraktsspezifikationen für Optionen und Finanzterminkontrakte auf den Austrian Traded Index“ der Monate März und September eines jeden Jahres aufgekündigt werden.

Darüber hinaus sind die Vertragsparteien berechtigt, das Vertragsverhältnis jederzeit ohne Einhaltung einer Frist schriftlich mittels eingeschriebenen Briefes aus wichtigem Grund zu beenden.

Als wichtiger Grund, der die WBAG zur sofortigen Auflösung des Vertrages berechtigt, gilt insbesondere, wenn

- > der Emittent ein Verhalten setzt, das einen Ablehnungsgrund gemäß Punkt IV. dieses Vertrages verwirklicht, oder
- > der Emittent die im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung enthaltenen Teilnahmevoraussetzungen und -bedingungen nicht mehr erfüllt, oder
- > der Emittent gegen die im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung enthaltenen Folgepflichten beharrlich verstößt (Ein beharrlicher Verstoß liegt vor, wenn der Emittent trotz zweimaliger Aufforderung seitens der WBAG innerhalb der von dieser gesetzten angemessenen Frist die Folgepflicht nicht erfüllt.), oder
- > der Emittent durch Widerspruch seine Zustimmung zu angemessenen und zumutbaren Änderungen der im Regelwerk mid market festgelegten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten verweigert.

Es wird vereinbart, dass ein derartiges Verhalten des Emittenten die Aufrechterhaltung eines Vertragsverhältnisses mit dem Emittenten für die WBAG unzumutbar macht.

Löst die WBAG das Vertragsverhältnis aus wichtigem Grund, weil der Emittent ein Verhalten setzt, das einen Ablehnungsgrund gemäß Punkt IV. dieses Vertrages verwirklicht, weil der Emittent durch Widerspruch seine Zustimmung zu angemessenen und zumutbaren Änderungen der im Regelwerk mid market festgelegten Teilnahmevoraussetzungen, Bedingungen und Folgepflichten seitens der WBAG verweigert oder weil der Emittent gegen die im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung enthaltenen Folgepflichten beharrlich verstößt, so wird das Vertragsverhältnis mit Wirkung zum Ablauf des auf die Erklärung der Vertragsauflösung folgenden letzten Handelstages im Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten an

der Wiener Wertpapierbörse gemäß den „Bedingungen für den Handel mit Optionen und Finanzterminkontrakten an der Wiener Börse (Optionsbedingungen)“ und gemäß den „Kontraktsspezifikationen für Optionen und Finanzterminkontrakte auf den Austrian Traded Index“ beendet.

Löst die WBAG das Vertragsverhältnis aus wichtigem Grund, weil der Emittent die im Regelwerk mid market in der jeweils geltenden Fassung enthaltenen Teilnahmevoraussetzungen und -bedingungen nicht mehr erfüllt, so endet das Vertragsverhältnis im Falle

- > des Widerrufs der Zulassung der Aktien des Emittenten zum Handel an einen geregelten Markt oder des Widerrufs der Einbeziehung in den Dritten Markt als MTF mit Ablauf des Tages, an dem der Widerrufsbescheid durch die Geschäftsleitung des Börseunternehmens Wiener Börse AG gefasst wurde;
- > des Widerrufs der Einbeziehung der Aktien des Emittenten in das Handelsverfahren betreute Auktion mit Ablauf des letzten Handelstages jenes Monats, in dem der Widerruf wirksam wurde;
- > der Beendigung des mit einem anerkannten Capital Market Coach abgeschlossenen Beratungsvertrages mit Ablauf des letzten Handelstages jenes Monats, in dem die Beendigung des Vertrages wirksam wurde.

In allen anderen Fällen der Auflösung des Vertragsverhältnisses aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist ist der Zeitpunkt, an dem die Auflösung wirksam und damit das Vertragsverhältnis beendet wird, vom auflösenden Vertragspartner in der Auflösungserklärung festzulegen.

Das Vertragsverhältnis endet automatisch mit Ablauf jenes Tages, an dem über das Vermögen des Emittenten ein Konkurs- oder Ausgleichsverfahren oder ein Verfahren nach dem Unternehmensreorganisationsgesetz eingeleitet oder die Geschäftsaufsicht verhängt wird.

Die Beendigung des Vertragsverhältnisses aus welchem Grund immer führt zur Beendigung der Teilnahme der Aktien des Emittenten am mid market.

Die Zulassung zum Amtlichen Handel oder zum Geregelten Freiverkehr und die daraus resultierenden öffentlichrechtlichen Rechte und Pflichten des Emittenten bleiben von einer Beendigung des Vertrages unberührt. Ebenso bleiben die Einbeziehung in den Dritten Markt als MTF und die daraus gemäß den „Bedingungen für den Betrieb des Dritten Marktes“ resultierenden Rechte und Pflichten des Emittenten von einer Beendigung des Vertrages unberührt.

VIII.

Dieser Vertrag unterliegt österreichischem Recht.

Alle Streitigkeiten zwischen Emittenten und der WBAG, die aus oder im Zusammenhang mit diesem Vertrag und/oder allen darauf basierenden Rechtsgeschäften entstehen, einschließlich solcher über den Abschluss, die Rechtswirksamkeit, die Änderung und die Beendigung dieses Vertrages und/oder allen darauf basieren-

den Rechtsgeschäften, sind ausschließlich von einem aus drei Schiedsrichtern bestehenden Schiedsgericht endgültig zu entscheiden. Jeder der beiden Streitteile macht einen Schiedsrichter namhaft. Der Schiedsrichter der klagenden Partei ist in der Schiedsklage zu benennen; der Schiedsrichter der beklagten Partei ist zugleich mit der Übersendung der Schiedsklagebeantwortung an den Kläger binnen vier Wochen nach Zustellung der Schiedsklage mit eingeschriebenem Brief bekannt zu geben, widrigenfalls er auf Antrag der klagenden Partei vom Präsidenten der Rechtsanwaltskammer Wien binnen weiterer zweier Wochen bestellt wird. Wenn sich die beiden Schiedsrichter nicht binnen vier Wochen nach Bekanntgabe des zweiten Schiedsrichters an den Kläger, bei Ersatzbestellung an beide Streitteile, über die Person eines Obmannes einigen, erfolgt die Bestellung durch den Präsidenten der Rechtsanwaltskammer Wien. Gleiches gilt auch für Ersatzbestellungen aus anderen Gründen.

Ort des Schiedsverfahrens ist Wien, die Schiedssprache ist Deutsch. Für das Verfahren gelten die Bestimmungen der österreichischen Zivilprozessordnung. Die Bestimmungen der §§ 583 und 595 Abs. 1 Z 7 der österreichischen Zivilprozessordnung werden ausgeschlossen. Das Schiedsgericht hat österreichisches materielles Recht (einschließlich des österreichischen Internationalen Privatrechts) anzuwenden. Der Schiedsspruch ist tunlichst binnen 6 Monaten ab Konstituierung des Schiedsgerichts zu fällen.

Die Entlohnung der Schiedsrichter erfolgt unter Heranziehung der Ansätze der TP3 RATG zuzüglich Einheitssatz. Der Vorsitzende ist nach TP3B zu entlohnen, die anderen Schiedsrichter nach TP3A, wobei dieser Ansatz für die jeweils erste Verhandlungsstunde einmal und für jede weitere Verhandlungsstunde ein halbes Mal zum Ansatz kommt. Für die Verfassung des Schiedsspruches gebührt allen Schiedsrichtern gemeinsam der zweifache Ansatz nach TP3C. Zu diesen Sätzen kommen noch allfällige Barauslagen. Damit sind alle Honoraransprüche der Schiedsrichter abgegolten. Die Kosten der Parteienvertretung werden vom Schiedsgericht gemäß den Bestimmungen des RATG festgesetzt. Für die Verfahrenskosten, insbesondere die Schiedsrichterhonorare und die Kosten der Parteienvertretung, gelten die §§ 41 ff ZPO sinngemäß

IX.

Die WBAG haftet dem Emittenten für Schäden jedenfalls nur dann, wenn ihren Organen, Gehilfen und sonst von ihr eingesetzten Personen Vorsatz oder Fahrlässigkeit nachgewiesen wird. Eine Haftung der WBAG für Folgeschäden und für entgangenen Gewinn ist ausgeschlossen. Die WBAG haftet jedenfalls nicht für verschuldensunabhängige Schäden sowie für solche Schäden, die durch Störung des Betriebes infolge Höherer Gewalt oder zufolge von ihr nicht zu vertretender Ereignisse veranlasst werden. Weiters haftet die WBAG für Schäden, die durch Störungen des Betriebes veranlasst werden, nur dann, wenn die Störung grob schuldhaft herbeigeführt wurde.

In jedem Fall der leichten Fahrlässigkeit ist der Schadenersatz der Höhe nach mit EUR 10.000,-- begrenzt.

X.

Ansprechpartner des Emittenten in allen Angelegenheiten dieses Vertrages ist

.....

..... (Tel. Nr.:..... , Fax. Nr.:
.....).

Die Parteien verpflichten sich, Änderungen umgehend schriftlich bekannt zu geben.

XI.

Im Falle der Unwirksamkeit oder Ungültigkeit von einzelnen Bestimmungen dieses Vertrages bleibt die Gültigkeit der übrigen Vertragsbestimmungen unberührt. Die Vertragsparteien verpflichten sich, anstelle der rechtsunwirksamen Bestimmungen unverzüglich solche zu beschließen, die dem wirtschaftlichen und vertraglichen Zweck der unwirksamen Bestimmung am nächsten kommen.

Der Abschluss dieses Vertrages sowie sämtliche Änderungen und Ergänzungen bedürfen der Schriftform. Dies gilt auch für die Vereinbarung des Abgehens vom Schriftformerfordernis.

Ort, Datum

Wiener Börse AG

Ort, Datum

firmenmäßige Unterschrift des Emittenten
(mit Geschäftstempel und Namensangabe in Blockschrift)

Beilage:/1 Regelwerk mid market

21.05.2008

Bank Austria einigt sich mit Kleinaktionären

Die Bank Austria ([BA](#)) bestätigt, dass sie sich mit den Kleinaktionären über den Abfindungspreis geeinigt hat. Die Börsennotierung werde daher ebenfalls beendet. Laut Wiener Börse wird der Handel mit BA-CA-Aktien bereits ab 21. Mai eingestellt.

Das Handelsgericht Wien habe den Beschluss der Hauptversammlung der Bank Austria Creditanstalt AG vom 3. Mai 2007 auf Ausschluss aller Inhaberaktien haltenden Minderheitsaktionäre im Firmenbuch eingetragen und damit alle Verfahren gegen Beschlüsse dieser Hauptversammlung beendet sind, teilte die Bank am 21. Mai mit.

Wie von der APA nach einem "Standard"-Artikel berichtet hat sich die Bank-Austria-Haupteigentümerin [UniCredit](#) - die noch 96,5 Prozent hält - mit den vier Anfechtungsklägern gegen den Squeeze-out (Ausschluss) der Kleinaktionäre geeinigt. Alle vier Klagen gegen die Eintragung ins Handelsregister seien erledigt und zurückgezogen, hieß es darin.

Die Mailänder UniCredit bietet der Zeitung zufolge dem Streubesitz 129,4 Euro je Aktie; in Summe würde das die Bank 954 Mio. Euro kosten. Die Kläger waren der Fonds Polygon, Cube-Invest-Chef Alexander Proschofsky, PI Power unter Rudolf Krtina und Investoren der Londoner Convisor.

Am 20. Mai wurde die Eintragung des Squeeze-out ins Wiener Firmenregister verfügt, schreibt "Der Standard". Zuvor hatten die Anwälte der Bank mit den Klägergruppen Vergleiche ausverhandelt. Die Kläger hatten ursprünglich um bis zu 50 Euro mehr als die 129,4 Euro verlangt. Angeblich, so die Zeitung, wurden sie nun "mit um die fünf Prozent des gebotenen Abfindungspreises weich gestreichelt". Der Fonds Polygon hat zudem seine Klagen in Polen (gegen UniCredit, BA und polnische BPH) zurückgezogen. Binnen zwei Monaten fließt die Barabfindung für die Kleinaktionäre - dann folgt das Überprüfungsverfahren zum Abfindungspreis. Sollte ein höherer Wert herauskommen, wird nachgezahlt, schreibt die Zeitung.

Rückzug von der Börse Wien

Die Aktie der Bank Austria verschwindet jetzt endgültig von der Wiener Börse. Nach Eintragung des "Squeeze out" im Firmenbuch läuft am 21. Mai das Delisting. Damit dürfte der Abschied vom Börsenparkett bereits am Abend erfolgen. Die Bank war lange Zeit eines der Schwergewichte der Wiener Börse. Seitdem UniCredit Konzernmutter ist und nur mehr rund dreieinhalb Prozent der Bank Austria-Aktien im Free Float waren - und dieser Streubesitz zudem um höhere Abfindungen kämpfte - war nicht mehr viel Bewegung in der Aktie. Nicht betroffen vom Squeeze-out sind die Namensaktien von Betriebsratsfonds und AVZ-Stiftung.

Der Abschied von der Börse passiert wegen des Streits mit dem Streubesitz fast ein Jahr später als von UniCredit ursprünglich ins Auge gefasst. Und er erfolgt nur wenige Wochen nach dem endgültigen Aus für den Namens- und Markenbestandteil "Creditanstalt".

Es ist gar nicht so lange her, dass die Bank Austria - freilich noch unter ihrer alten Eigentümerin und nunmehrigen "Schwester" im UniCredit-Konzern, der bayerischen HypoVereinsbank (HVB), an der Wiener Börse wieder eingeführt worden war. Im Juli 2003 war es die größte Neuemission in Wien im damaligen Jahresverlauf. Mit "Welcome back home" hatte der seinerzeitige

Börsevorstand damals am 9. Juli 2003 die BA-CA nach zweieinhalb Jahren Marktabsenz an der Wiener Börse zurück begrüßt. Inzwischen ist die Bank Austria unmittelbarer Teil der UniCredit und die Italiener betrieben seit vorigem Jahr den "Rauschmiss" der Streubesitzaktionäre.



Die Bank Austria verlässt die Wiener Börse

²⁹⁷ APA, Bank Austria einigt sich mit Kleinaktionären, Online-Journal vom 21.05.2008. Es besteht urheberrechtlicher Schutz der Austria Presse Agentur.

Anlage 4

Notierungslöschungen von der Wiener Börse 2001 – 2009²⁹⁸

■ LÖSCHUNGEN 2001

Inland

Gesellschaft	Ankerbrot	BA Holding AG
Letzter Notierungstag	19. Jän	01. Feb
Letzter Kurs ¹⁾	1,96	62,00
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Kapital & Wert Bank GWS	Lauda Air St
Letzter Notierungstag	27. Feb	20. Aug
Letzter Kurs ¹⁾	52 (16. Aug 2000)	7,60
Handelssegment	Geregelter Freiverkehr	Geregelter Freiverkehr
Gesellschaft	Lauda Air PS	BF-Börsegenusscheinfonds
Letzter Notierungstag	20. Aug	28. Sep
Letzter Kurs ¹⁾	5,20	29,50 (27. Sep)
Handelssegment	Geregelter Freiverkehr	Amtlicher Handel
Gesellschaft	General Commerce Bank	Lambacher HITIAG
Letzter Notierungstag	21. Dez	28. Dez
Letzter Kurs ¹⁾	6,99 (23. Okt 2000)	140,00
Handelssegment	Amtlicher Handel	Geregelter Freiverkehr
Gesellschaft	Teerag-Asdag	-
Letzter Notierungstag	28. Dez	-
Letzter Kurs ¹⁾	24,10	-
Handelssegment	Amtlicher Handel	-

Ausland

Gesellschaft	Siemens AG	Nestle AG
Letzter Notierungstag	30. Mär	29. Jun
Letzter Kurs ¹⁾	119	246
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Akzo Nobel	-
Letzter Notierungstag	28. Dez	-
Letzter Kurs ¹⁾	49,50	-
Handelssegment	Amtlicher Handel	-

²⁹⁸ Tabellen der Wiener Börse AG, online unter <http://www.wienerborse.at/investors/listings/delistings-2009.html> (Stand 23.07.2009); Es besteht urheberrechtlicher Schutz der Wiener Börse AG.

Löschungen im Sonstigen Wertpapierhandel

Inland

Gesellschaft	GO ASIA	webfreetv.com ²⁾
Letzter Handelstag	28. Mai	06. Jul
Letzter Preis ¹⁾	250,75 (02. Okt 2000)	2,30
Gesellschaft	Z.E. Beteiligungs-AG	Hemingway
Letzter Handelstag	28. Dez	28. Dez
Letzter Preis ¹⁾	0,01 (04. Okt)	0,15 (07. Mai)
Gesellschaft	IS4B	Lothringerstr. 16 GWS A
Letzter Handelstag	28. Dez	28. Dez
Letzter Preis ¹⁾	25,00 (21. Mär)	112.104,05 (06. Sep)
Gesellschaft	Select Dynamic Europe Miteigentumsfonds in Wertpapieren	Residenz II Realbesitz, GWS II
Letzter Handelstag	28. Dez	28. Dez
Letzter Preis ¹⁾	7,67	140,00 (25. Jul)
Gesellschaft	Yline	-
Letzter Handelstag	28. Dez	-
Letzter Preis ¹⁾	0,60 (13. Sep)	-

Ausland

Gesellschaft	JSSC Ukrrihflot	Brau Union Hungaria, Vz.
Letzter Handelstag	30. Jul	28. Dez
Letzter Preis ¹⁾	4,15 (30. Mär)	13,00 (09. Feb 2000)
Gesellschaft	Central European Franchise Group	Premier Telesports
Letzter Handelstag	28. Dez	28. Dez
Letzter Preis ¹⁾	87,21 (31. Okt 1996)	0,05 (10. Dez)
Gesellschaft	Primamedic	Schilling Garant SICAV
Letzter Handelstag	28. Dez	28. Dez
Letzter Preis ¹⁾	0,10 (28. Nov)	60,00 (16. Jän)
Gesellschaft	Austrian Futures Trust 1	Global Fund Selection SICAV Balanced Sub-Fund
Letzter Handelstag	28. Dez	28. Dez
Letzter Preis ¹⁾	3.107,00	keine Preisfeststellung
Gesellschaft	Global Fund Selection SICAV Growth Sub-Fund	C3D Digital
Letzter Handelstag	28. Dez	28. Dez
Letzter Preis ¹⁾	1.020,00 (03. Jän)	4,20 (05. Sep)

¹⁾ in EUR

²⁾ Notierungsaufnahme in den Regelten Freiverkehr

■ LÖSCHUNGEN 2002

Inland

Gesellschaft	Leipnik Lundenburger St	Leipnik Lundenburger Vz
Letzter Notierungstag	08. Jän	08. Jän
Letzter Kurs ¹⁾	83,00 (28. Dez 2001)	77,45 (28. Dez 2001)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Allianz Elementar ²⁾	Austria Tabak
Letzter Notierungstag	15. Feb	22. Feb
Letzter Kurs ¹⁾	114,30	83,00
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	General Partners Immobilienbesitz	Residenz-Immobilien GWS 1
Letzter Notierungstag	22. Mär	22. Mär
Letzter Kurs ¹⁾	1,55 (01. Aug 2001)	125,00 (27. Jul 2001)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Geregelter Freiverkehr
Gesellschaft	Sparkassen-Immobilienanlagen AG, GWS Serie C	Voith Papier St
Letzter Notierungstag	28. Jun	02. Jul
Letzter Kurs ¹⁾	139,10 (21. Dez 2001)	23,90 (28. Jun)
Handelssegment	Geregelter Freiverkehr	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Voith Papier Vz	IFE Industrie-Einrichtungen Fertigungs-AG
Letzter Notierungstag	02. Jul	20. Aug
Letzter Kurs ¹⁾	23,80 (25. Jun)	15,70 (26. Jul)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	AGRANA ³⁾	Vogel & Noot Wärmetechnik
Letzter Notierungstag	04. Okt	29. Okt
Letzter Kurs ¹⁾	32,30	13,26 (17. Okt)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Caravelle Holding, KAS	Libro AG
Letzter Notierungstag	31. Okt	18. Nov
Letzter Kurs ¹⁾	2,75 (23. Aug)	21,90 (14. Jun)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel

¹⁾ in EUR

²⁾ Umreihung in den Dritten Markt zum 18. Feb 2002

³⁾ Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien

■ LÖSCHUNGEN 2003

Inland

Gesellschaft	VISO-DATA Computer AG	VAE AG
Letzter Notierungstag	10. Jän	17. Jän
Letzter Kurs ¹⁾	15,00 (18. Dez 2002)	220,27
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Adolf Darbo AG	Brauerei Schwechat AG
Letzter Notierungstag	14. Feb	05. Mai
Letzter Kurs ¹⁾	65,00	111,11
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Immotrust ²⁾	-
Letzter Notierungstag	07. Jul	-
Letzter Kurs ¹⁾	10,04 (06. Jun)	-
Handelssegment	Geregelter Freiverkehr	-
Gesellschaft	Bauholding Strabag	Maculan Holding AG
Letzter Notierungstag	28. Jul	14. Aug
Letzter Kurs ¹⁾	70,00	8,02 (13. Aug)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Geregelter Freiverkehr
Gesellschaft	GE Jenbacher AG	stage1.cc
Letzter Notierungstag	05. Sep	07. Okt
Letzter Kurs ¹⁾	17,20	0,20 (03. Okt)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Geregelter Freiverkehr
Gesellschaft	Vogel & Noot Holding, St	Vogel & Noot Holding, Vz
Letzter Notierungstag	10. Okt	10. Okt
Letzter Kurs ¹⁾	0,50 (08. Sep)	3,30 (09. Okt)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Vogel & Noot Holding, KAS	NÖM AG
Letzter Notierungstag	10. Okt	10. Nov
Letzter Kurs ¹⁾	5,55 (09. Okt)	21,70
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Bank Austria-Immobilien GWS Serie A	Bank Austria-Immobilien GWS Serie B
Letzter Notierungstag	05. Dez	05. Dez
Letzter Kurs ¹⁾	12,50	11,90
Handelssegment	Geregelter Freiverkehr	Geregelter Freiverkehr
Gesellschaft	Austria Haustechnik	-
Letzter Notierungstag	04. Dez	-
Letzter Kurs ¹⁾	22,40 (24. Nov)	-
Handelssegment	Amtlicher Handel	-

¹⁾ in EUR

²⁾ Verschmelzung mit der CA Immobilien Anlagen AG

■ LÖSCHUNGEN 2004

Inland

Gesellschaft	MIBA AG, KAS	Raiffeisen-Immobilien-GWS 1
Letzter Notierungstag	27. Feb 2004	31. Mär 2004
Letzter Kurs ¹⁾	90,01	700,00
Handelssegment	Amtlicher Handel	Geregelter Freiverkehr
Gesellschaft	BRAU UNION AG	BBAG Österreichische Brau- Beteiligungs AG, St
Letzter Notierungstag	14. Mai 2004	14. Mai 2004
Letzter Kurs ¹⁾	126,00	123,51
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	BBAG Österreichische Brau- Beteiligungs AG, GS	READYMIX KIES-UNION AG, Namensaktien / Registered shares
Letzter Notierungstag	14. Mai 2004	25. Jun 2004
Letzter Kurs ¹⁾	115,00 (17. Feb 2004)	214,38 (25. Jul 1997)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	READYMIX KIES-UNION AG, Inhaberaktien	UBM Realitätenentwicklung, Vz ²⁾
Letzter Notierungstag	25. Jun 2004	09. Jul 2004
Letzter Kurs ¹⁾	90,80 (23. Jun 2004)	100,00
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Constantia-Iso AG	bauMax AG, Vz
Letzter Notierungstag	29. Jul 2004	20. Sep 2004
Letzter Kurs ¹⁾	8,09 (27. Jul 2004)	19,60 (17. Sep 2004)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel

Ausland

Gesellschaft	IBM - International Business Machines Corp.	-
Letzter Notierungstag	09. Dez 2004	-
Letzter Kurs ¹⁾	71,00	-
Handelssegment	Amtlicher Handel	-

¹⁾ in EUR

²⁾ Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien

■ LÖSCHUNGEN 2005

Inland

Gesellschaft	igm Robotersysteme AG, St	igm Robotersysteme AG, Vz
Letzter Notierungstag	29. Mär 2005	29. Mär 2005
Letzter Kurs ¹⁾	3,90 (15. Mär 2005)	3,96
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	AGRA TAGGER Kraftfutterwerke und Mühlen AG ²⁾	CyberTron Telekom AG ³⁾
Letzter Notierungstag	17. Mai 2005	17. Mai 2005
Letzter Kurs ¹⁾	1,10 (23. Apr 2004)	0,11 (11. Mär 2003)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	AvW Invest AG, Vz ⁴⁾	WIENER STÄDTISCHE Allgemeine Versicherungs-AG, Vz ⁴⁾
Letzter Notierungstag	27. Mai 2005	17. Jun 2005
Letzter Kurs ¹⁾	53,00 (03. Mai 2005)	43,84
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Topcall International AG	VA Technologie AG
Letzter Notierungstag	17. Aug 2005	04. Okt 2005
Letzter Kurs ¹⁾	4,08 (09. Aug 2005)	65,01 (29. Sep 2005)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Mautner Markhof Nahrungs- und Genussmittel Beteiligungs AG, Vz	Steirerobst AG
Letzter Notierungstag	30. Sep 2005	04. Okt 2005
Letzter Kurs ¹⁾	62,00	45,00 (28. Sep 2005)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	CLC AG ⁶⁾	Ragusa Beteiligungs AG ⁷⁾ (vormals Julius Meinl International AG)
Letzter Notierungstag	15. Nov 2005	02. Dez 2005
Letzter Kurs ¹⁾	0,10 (10. Nov 2004)	4,10 (01. Dez 2005)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Geregelter Freiverkehr
Gesellschaft	Grass Holding AG, Vz	Investkredit Bank AG
Letzter Notierungstag	29. Nov 2005	30. Nov 2005
Letzter Kurs ¹⁾	8,25	136,00 (29. Nov 2005)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	EB und Hypo - Bank Burgenland AG, Vz	-
Letzter Notierungstag	19. Dez 2005	-
Letzter Kurs ¹⁾	35,00 (16. Dez 2005)	-
Handelssegment	Amtlicher Handel	-

Ausland

Gesellschaft	Royal Dutch Petroleum Company N.V.	LANTEC AG Kommunikationssysteme ⁵⁾
Letzter Notierungstag	31. Mai 2005	16. Aug 2005
Letzter Kurs ¹⁾	47,40	3,85 (08. Okt 2003)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	Sony Corporation	-
Letzter Notierungstag	12. Dez 2005	-
Letzter Kurs ¹⁾	29,49	-
Handelssegment	Amtlicher Handel	-

¹⁾ in EUR

²⁾ Handelsaussetzung ab 30. April 2004 bis zum Widerruf.

³⁾ Handelsaussetzung ab 12. März 2003 bis zum Widerruf.

⁴⁾ Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien.

⁵⁾ Handelsaussetzung ab 04. August 2004 bis zum Widerruf.

⁶⁾ Handelsaussetzung ab 15. November 2004 bis zum Widerruf.

⁷⁾ Umreihung in den Dritten Markt zum 05. Dezember 2005.

■ LÖSCHUNGEN 2006

Inland

Gesellschaft	Generali Holding Vienna AG	Admiral Sportwetten AG
Letzter Notierungstag	13. Jul 2006	07. Sep 2006
Letzter Kurs ¹⁾	51,48	15,94 (06. Sep 2006)
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Gesellschaft	CEE Immobilien Development AG (vormals SEG Immo AG)	-
Letzter Notierungstag	06. Okt 2006	-
Letzter Kurs ¹⁾	1,10	-
Handelssegment	Geregelter Freiverkehr	-

Ausland

Gesellschaft	Hypo Real Estate Holding AG	Deutsche Bank AG
Letzter Notierungstag	31. Jän 2006	30. Jun 2006
Letzter Kurs ¹⁾	53,47	87,48
Handelssegment	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel

¹⁾ in EUR

■ LÖSCHUNGEN 2007

Geregelte Märkte

Inland

Gesellschaft	Bank Austria Wohnbau GWS 1 ³⁾	Immobilien West Fonds 1
ISIN	AT0000836424	AT0000228002
Letzter Handelstag	10. Aug 2007	07. Dez 2007
Letzter Preis ¹⁾	1.459,00 (09. Jul 2007)	727,00 (06. Nov 2007)
Markt	Geregelter Freiverkehr	Geregelter Freiverkehr
Marktsegment	other listings.at	other securities.at

Ausland

Gesellschaft	Altria Group Inc., ADC	-
ISIN	AT00008849429	-
Letzter Handelstag	30. Nov 2007	-
Letzter Preis ¹⁾	49,01	-
Markt	Amtlicher Handel	-
Marktsegment	standard market auction	-

■ LÖSCHUNGEN 2008

Geregelte Märkte

Inland

	Bank Austria Creditanstalt AG, St	Böhler-Uddeholm AG
ISIN	AT0000995006	AT0000903851
Letzter Handelstag	20.05.2008	04.09.2008
Letzter Preis ¹	142,60	73,56
Markt	Amtlicher Handel	Amtlicher Handel
Marktsegment	standard market auction	prime market
	TG Holding AG, Vz ²	Bank Austria Wohnbau-GWS, Serie 2
ISIN	AT0000692330	AT0000984901
Letzter Handelstag	04.09.2008	28.11.2008
Letzter Preis ¹	6,80	1.465,00 (19.11.2008)
Markt	Amtlicher Handel	Geregelter Freiverkehr
Marktsegment	standard market auction	other securities.at
	Bank Austria Wohnbau-GWS, Serie 3	EUROMARKETING AG in Abwicklung ³
ISIN	AT0000984919	AT0000713805
Letzter Handelstag	28.11.2008	19.12.2008
Letzter Preis ¹	1.465,00 (27.11.2008)	0,28 (10.10.2007)
Markt	Geregelter Freiverkehr	Amtlicher Handel
Marktsegment	other securities.at	standard market auction

Ausland

	Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	-
ISIN	DE0008022005	-
Letzter Handelstag	12.09.2008	-
Letzter Preis ¹	41,95	-
Markt	Amtlicher Handel	-
Marktsegment	standard market auction	-

1 ... in EUR

2 ... Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien.

3 ... Handelsaussetzung ab 16.10.2007 bis zum Widerruf.

■ LÖSCHUNGEN 2009

Geregelte Märkte

Inland

	Ottakringer Brauerei AG, KAS ²	-
ISIN	AT0000758065	-
Letzter Handelstag	02.02.2009	-
Letzter Preis ¹	53,00 (30.12.2008)	-
Markt	Amtlicher Handel	-
Marktsegment	other securities.at	-
	-	-
ISIN	-	-
Letzter Handelstag	-	-
Letzter Preis ¹	-	-
Markt	-	-
Marktsegment	-	-
	-	-
ISIN	-	-
Letzter Handelstag	-	-
Letzter Preis ¹	-	-
Markt	-	-
Marktsegment	-	-

Ausland

	-	-
ISIN	-	-
Letzter Handelstag	-	-
Letzter Preis ¹	-	-
Markt	-	-
Marktsegment	-	-

Abstract

Die vorliegende Arbeit beschreibt die Situation einer an der Wiener Börse gelisteten Aktiengesellschaft an jenem Punkt, an der sie sich dazu entschlossen hat, sich wieder von der Börse zu delisten.

Legistische Regelungsdefizite geben Anlass zur – seit vielen Jahren ungelösten Frage – ob und wie ein freiwilliges Delisting von der Wiener Börse auf Wunsch des Emittenten tatsächlich von Statten gehen kann. Gleich vorweg kann gesagt werden: Die Praxis hat Wege und Mittel auch zum freiwilligen Delisting gefunden. Die rechtlichen Fragen sind aber dennoch nicht abschließend geklärt.

Einleitend werden in dieser Arbeit zunächst das Zulassungsverhältnis des Emittenten zur Wiener Börse und die börserechtlichen Zulassungskriterien durchleuchtet. Danach wird näher auf die Motive des Delisting eingegangen.

Der Schwerpunkt der Arbeit liegt auf den unterschiedlichen Arten des Delisting, wobei insbesondere der Unterschied zwischen Unfreiwilligem Delisting (Zwangsdelisting), Freiwilligen (beantragten) Delisting und dem Herbeiführen eines Delisting durch gesellschaftsrechtliche Maßnahmen dargestellt wird. Ein weiterer Schwerpunkt wird auch auf die Frage der Zuständigkeit der Hauptversammlung zu einem Delisting sowie den Austritts- und Abfindungsrechten der Aktionäre gelegt. Diesen schließen sich jene nach einem effektiven Minderheitenschutz an.

Internationale Betrachtungen des Kapitalmarktrechts in den USA und Deutschland und ein Vergleich dieser ausländischen Regelungssysteme sollen diese Arbeit abrunden und Anlass zum Vergleich bieten.

Zusammenfassend soll die vorliegende Arbeit daher eine Analyse der rechtlichen Situation sowie der täglichen Praxis und einen Gesamtüberblick über die Komplexität des Delisting ermöglichen und gesetzliche Änderungsvorschläge aufzeigen.

Lebenslauf

Ruth Oberleitner

Ausbildung

Universität Wien, Studium der Rechtswissenschaften (2005)

Universität Wien, Schwerpunktausbildung Wahlfachkorb Medizinrecht (2005)

University of Sydney, LL.M. Studium (2009)

Berufliche Erfahrung

Gerichtsjahr Oberlandesgericht Wien (2006)

Eiselsberg Natlacen Walderdorff Cancola Rechtsanwälte GmbH(2007-2008)

Schönherr Rechtsanwälte GmbH (2009-laufend)